全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舵手证券图书
www.zqbooks.com

大投资家：牛股基因

凯恩斯 杨永清/著

中国人民大学「证券操盘学」指定教材

CCTV证券资讯频道「操盘大讲堂」、新浪财经联合推荐

「首席理财师凯恩斯」通俗阐述投资奥秘，分享顺应周期规律、发掘大牛股的盈利策略

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

凯恩斯　杨永清/著

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

大投资家:牛股基因 / 凯恩斯,杨永清著.——太原:山西人民出版社,2010.10

ISBN:978-7-203-06995-9

Ⅰ.①大… Ⅱ.①凯… ②杨… Ⅲ.①股票—证券投资—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 195761 号

大投资家:牛股基因

著 者:凯恩斯、杨永清
责任编辑:贾娟
装帧设计:周周设计

出 版 者:山西出版集团·山西人民出版社
地 址:太原市建设南路 21 号
邮 编:030012
发行营销:0351-4922220 4955996 4956039
0351-4922127 (传真) 4956038 (邮购)
E-mail:sxskcb@163.com 发行部
sxskcb@126.com 总编室
网 址:www.sxskcb.com

经 销 者:山西出版集团·山西人民出版社
承 印 者:三河市华新科达彩色印刷有限公司

开 本:787mm×1092mm 1/16
印 张:16.25
字 数:250 千字
版 次:2010 年 11 月第 1 版
印 次:2010 年 11 月第 1 次印刷
书 号:978-7-203-06995-9
定 价:36.00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言 股市投资的真谛是什么?

中国股市中散户投资人比较多,表现比较情绪化,羊群效应导致股市起伏波动相对比较厉害，因此很多投资人认为中国股市有自己特殊的国情,出不了巴菲特和彼得·林奇这样的大投资家。

真的是这样的吗?

美国的网络股有谷歌，我们国家有百度和腾讯，都是3年翻了30多倍;美国有沃尔玛,我们国家有苏宁、国美,股价都是上涨了几十倍;美国有卡特机械，中国有三一重工，也是上涨了几十倍；美国有百思买,中国有阿里巴巴;美国有辉瑞制药,我们有云南白药、恒瑞制药,都是上涨近百倍;中国和美国有很多相同营业模式的公司,相同行业都诞生了超级大牛股,那么为什么中国出不了巴菲特出不了彼得·林奇呢?

投资的真谛是什么呢?

投资的真谛是什么?这个问题仁者见仁、智者见智。凯恩斯的回答是：抓住牛股，走上牛股之路，才是国内外投资大师们成功的核心要诀。凯恩斯在书中建议投资者不去过多关注股价的波动变化,而是关心上市公司业绩的周期变化,从业绩增长的角度出发,通过三大防火墙的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过滤，选择出具备优势竞争力的超级大牛股。同时，凯恩斯在《大投资家：牛股基因》中阐述了国内外投资大师的技术演变过程，介绍了经济周期波动对股票投资的影响，还系统讲解了大牛股产生的内外部因素，为投资者发掘大牛股提供了丰富的投资思路和技术手段。

凯恩斯作为资深投资专家，通过长期的投资实践，总结出这样一部心力之作，我觉得对投资人非常具有指导意义。这本书对周期规律的强调、对优秀上市公司“护城河”的独特看法，都给当前中国投资界带来了不少的启发。仅从一个小细节看，本书对格雷厄姆以来各位投资大师的技术总结和批判比较，就有许多前人未有的创见。这本书让我看到了中国股市和投资人的希望，相信中国未来一定会诞生自己的巴菲特！

中国人民大学经济学院副院长 教授 郭杰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



前言 投资的三个境界

华尔街名言:"如果你能在股市里活上10年，你应该能不断地赚到钱;如果你能在股市里活上20年,你的经验将极有借鉴意义;如果你能在股市里活上30年,你一定是一个极其富有的人。"

大多数投资者进入股市时,什么都不懂,他们进入股市之初大多是受到朋友或者家人的影响，仅仅听说股市能赚钱，所以就进去买了股票。新手进股市一般都会赚些钱,因为一般都是牛市的时候进场,赚钱相对容易。但是不久,牛市结束了,他就开始亏损。他认为自己工作非常成功,所以一定可以在股市里面成功,所以,这时他开始逐步地学习股市投资的基础知识，想找出自己亏钱的原因。这时他进入了炒股的第一种境界。

炒股的第一种境界:知道自己为什么亏钱

其实进入股市亏钱不要紧，知道自己为什么亏才是重中之重,否则,永远不要想赚到钱。刚进入股市的人除了缺乏股市的基础知识,还缺乏交易经验，这个阶段如果没有名师指点需要2年的时间摸索。这个时期,最好是少投资金多学习,用每种方法去试探交易。第一种境界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人的标准是：

心态：心态很差，赚钱时总怕赚少了，亏钱时就死抗，结果往往深套。人性的弱点一个也没有克服，做人的本性在股市上彻底展露。

策略：几乎没有一套完整的策略，操作上基本是随心所欲。

纪律：没给自己制定任何纪律，更不要谈如何遵守。

智慧和眼光：眼界狭隘，容易盲目乐观或盲目悲观，无法战胜自己的弱点和不足，比如亏了钱到处骂人就是一例。

跨越第一种境界的解决办法是：炒股需要多交流，知道自己为什么亏！为钱财而炒股的人，永远在腰里别一把刀子，迫不及待地去前面寻找“股票西瓜”开膛破肚，白刀子进红瓤子出，才是他一生的主题。这种投资者是最容易受伤，伤过以后也会发誓再也不相信股票或者投资。不过却从来都不长记性。所谓心如死灰，只是一场熊市后的盘点，死灰复燃才是他最明亮的火把，一次一次在股市里把钱财点燃。

这一阶段的进级方法是：学习，交流，交易。贪婪和恐惧不会让你赚钱，要相信明天的太阳依然会升起，要相信中华民族是个勤劳勇敢的民族，企业会不断地创造财富。

炒股的第二种境界：不管牛熊从不亏钱

很多投资者都要经历一轮牛熊市，在大亏或者深度套牢之后才能慢慢冷静下来，才能明白原来股市上的钱不是那么好挣的，这时候，有一些人开始奋起直追，开始看书学习，开始注重在知识、经验、能力、心态、策略、纪律、智慧和眼光等诸多方面提高自己。

在第二个阶段，他不会再相信价值投资，会到处拜访名师，希望可以从老师那里得到绝招。他会努力钻研老师的技术，勤学苦练，不断地练习老师的方法，同时不断地通过交易锻炼自己的心理素质。能够成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功跨过这一阶段的人并不多,大多数人会碰得伤痕累累,无功而返。其实,在这一阶段很多人是被自己打败的,他们无法战胜自己的弱点,更不要说去战胜市场。

这一过程的提高并非那么容易，这一阶段对人的煎熬甚至比第一阶段还强烈,因为这一阶段几乎就是在花自己的钱去验证别人的理论。上述各方面的任何一点提高，大都是花钱买来的，都是经历无数次碰壁、错误和亏损之后学来的。

这一阶段,一般要经历 3 年,加上第一阶段的 2 年,大约需要 5 年的锤炼。正好是一个牛熊循环的时间。

在第二个阶段,他会逐步寻找到适合自己的盈利模式。经历了几沉几浮之后,渐渐看淡了追涨杀跌和钱财,开始在股市里寻求快乐的投资之道。比如用最简单的低市盈率法则选股，用定期投资的方式做长期投资,分享投资带来的乐趣;再比如,设定自己最严格和最简单的参与准则，只选择破发行价格的小盘股，或者选择跌破发行价格的股票投资,等等。由于规则简单、条件苛刻,这种盈利概率较大的投资,给很多沉稳的投资者带来了低风险中收益的快乐。

炒股的第三种境界:炒股高手,返璞归真

有些投资人拜访了很多的名师,学习了非常多的投资方法,并在经历了第二阶段苦练内功之后,他发现自己不会亏钱了,甚至用老师的方法在牛市小有盈利。但是他再也不会像不懂股票的时候那样，拿到好股票特别是大牛股,却经常放走。同时因为他掌握了技术方法,并且坚持操盘纪律,所以他见到风险就立即退出,所以他再也不会亏钱。但是他仍然没有找到能够真正长期稳定赚钱的方法。

第三种境界的特点是：如果你建立自己独特的投资理念和投资方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，可以不断从股市里面赚到钱，达到这种水平，就可以算是步入高手之列了。同样是顺其自然而达到的投资境界，这和个人的财富以及成长是分不开的。只有把钱财看成是人生的身外之物，看到了钱财之外更为重要的精神和灵魂生活，才能把投资当成追求两者的阶梯。

本书就像股市武林高手的投资秘籍，可以帮助前两种投资人打通投资的任督二脉，跨越前两种境界，直接进入炒股高手的投资境界。大多数人都会在经历过两个境界之后，达到第三种境界，踏上大投资家之路，回归对上市公司的分析，明白公司股价上涨的原因是他的主营业绩的持续高增长，通过财务分析，在大牛股上市之初就发现并持有，这就是智者见于未雨绸缪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 contents

序言

第一章　7个投资误区……………………1

第二章　大投资家的秘密……………………10

第三章　股票盈利的4次飞跃……………………24

第四章　股市三大周期规律……………………45

第五章　周期投资五法……………………63

第六章　投资引航船：财经数据一看就懂……………………72

第七章　牛熊分界线……………………81

第八章　十大神奇指标……………………85

第九章　"护城河"出大牛股……………………105

第十章　会看牛股报表……………………124

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　以合适的价格买入…………146

第十二章　“10-8”测试法速查牛股………161

第十三章　高成长行业分析……………174

第十四章　高增长公司分析……………222

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　7个投资误区

听信小道消息

是什么原因让你做出一项投资决定?是什么原因让你介入一只股票?是什么原因让你看好一家公司? 如果每个人都能在买入股票之前多问自己几个为什么,那将会让你减少许多损失。之所以会这么说,是因为我看到许多投资者盲目地参与交易,抛开投资技术不言,他们最容易犯的错误是:听信小道消息。

任何一个初入股市的人都会为小道消息误导。早年的格雷厄姆作为证券分析师,因其对投资股票的准确判断而开始在华尔街小有名气,他决定在华尔街小试牛刀。他应一些亲戚和朋友之邀开始尝试为一些私人做投资。

在私人投资业务刚开始时,格雷厄姆的操作确实获得了良好的收益,但一年后发生的“萨幅轮胎事件”却给格雷厄姆一记重创。

当时在华尔街暗中盛行一种操作手法;买入即将公开上市公司的股票,待其上市后再从中套利。格雷厄姆的一位朋友向他介绍说,萨幅轮胎公司的股票即将公开上市。格雷厄姆未及仔细分析,便联合一批同事、朋友分批购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入萨幅轮胎公司的股票。但这些股票认购纯粹是一种市场操纵行为，幕后操纵者在将该股股价狂炒之后，突然抛售，致使包括格雷厄姆在内的大批投资者被无情套牢，而该股票最终也无法上市。

"萨幅轮胎事件"给格雷厄姆上了生动的一课，之后，他对华尔街的本质有了更深刻的认识，格雷厄姆从中得出了两点经验：一是不能轻信所谓"内部消息"，二是对人为操纵市场要保持高度的戒心。这些都促使格雷厄姆逐渐走向成熟。

1920 年，格雷厄姆又荣升为纽伯格 - 亨德森 - 劳伯公司的合伙人。他继续通过实践积累更多的经验。随着他的一个又一个辉煌的胜利，他的投资技术和投资理念日渐成熟。

在格雷厄姆看来，投机并不是一项好的投资，因为投机是建立在消息上面的，风险非常高。当股价已升至高档的上端时，很难说哪一只股票没有下跌的风险，即便是绩优股也不例外。所以，从严格的意义上来讲，基于事实本身的投资和基于消息（想象）的投机，两者所蕴涵的风险是截然不同的。如果一家公司真的营运良好，则其股票所含的投资风险便小，其未来的获利能力一定比较高。同时，格雷厄姆还认为，风险在股市上是永远存在的，没有风险就没有股市，任何一个投资者要想成功，均需依靠行之有效的技巧来规避风险并进而获利。格雷厄姆将期权买卖交易运用到规避投资风险上，为自己的投资组合设计了一整套系统保险方案，如当一证券看涨时，仅花少许金额买下它的待买期权，待日后升值时再以约定价格低价买进；当某一证券看跌时，花少许金额买进其待卖期权，以便将来下跌后再以约定价格高价卖出。期权买卖利用其杠杆作用，可以以小搏大，使得无论市场走向如何，都具有投资获利的潜力。即使对证券价格走向判断失误，其损失最多只限于购买期权时所投入的一小笔资金，而不至于一落千丈。

对于那些谨慎的投资者来说，格雷厄姆规避风险的技术无疑是一种万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全之策。格雷厄姆也因此在华尔街树立起了自己独特的信誉。

正确的投资应该是基于事实或者信息优势,彼得·林奇在这方面做得最好。林奇喜欢漫步于各类商场,生活变成了投资分析过程,同时他也喜欢在旅游途中顺道访问各类公司，这时休闲也变成投资分析过程。米卢提出了“快乐足球”,而林奇则提出了“快乐投资”。在林奇看来投资并不是面对枯燥的财务数据,也不是埋首于抽象推理,投资是生活的一部分,可以套用一句:“投资来源于生活,又高于生活”。林奇虽然是一位专业投资者,但是在专业投资者们看来他是一个离经叛道的人，因为林奇反对专业投资者的很多方法和规范,他曾经在自己的三本著作中对专业投资者大加批判。林奇在每本书的开头和结尾都会劝告个人投资者不要听信任何专业投资者和机构的建议,他凭着自己 30 多年的投资经验向个人投资者担保,只要动用少部分的智力就可以超过华尔街专业人士的平均回报率。

林奇认为人们总是习惯于委托专家，但是投资涉及很多行业和无数公司,而专家们不可能接触每家公司经营的方方面面,精力和时间都不允许,而且这些拿着高薪的家伙非常讨厌需要跑腿的调研。**业余投资者对某些公司或者行业有更为直接和及时的了解**，他们可能先知先觉从一大堆公司中找到真正值得投资的公司。而专业投资者就像在故纸堆中寻找新发现的迂腐学者,财务上最精彩的表现比不过亲眼所见的火热销售场景。业余投资者与投资对象走得更近,往往在财务报表引起专业投资者注意前,业余投资者就已经注意到这家企业了,此时他们开始研究这家公司,而专业投资者则落后很多。所以,**具有信息优势是投资的第一步**,通过这一步我们找到备选的投资对象,然后再利用专业的分析方法进行研判。林奇始终坚信业余投资者如果听信于专业投资者的操作建议,就会浪费掉自己的优势,从而变成跟专业投资者一样后知后觉的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

不能正视自己的缺陷

有些投资者一旦运气好碰巧获得了一点收益，就变得超级自信，认为自己真的是能力出众。这种情况多发生在新股民身上，因为新股民入市的时候，往往是牛市的高潮期，这个时候入市很容易立刻就有不错的收益。然而，这种收益是短暂的，很多新股民随后即被惨痛套牢。对于盲目的自信者，我建议他们看看巴菲特《格雷厄姆－多德的超级投资者们》的演讲，其中一段对于某些自以为是的投资者极具教育意义：

设想一场全国性的掷硬币大赛。让我们假定，全美国 2. 25 亿的人口在明天早晨起床时都掷出一枚一美元的硬币。早晨太阳升起时，他们都走到门外掷硬币，并猜铜板出现的是正面或反面。如果猜对了，他们将从猜错者的手中赢得一美元。每天都有输家遭到淘汰，奖金则不断地累积。经过十个早晨的十次投掷之后，全美国约有 2. 2 万人连续十次猜对掷硬币的结果。每人所赢得的资金约超过 1000 美元。

此时，这群赚钱的人可能会开始炫耀自己的战绩，这就是人的天性。他们可能保持谦虚的态度，但在酒会中，他们偶尔会以此技巧吸引异性的注意，并炫耀其投掷硬币的超常洞察力。

反而是成功的投资大师格外谦虚，他们能很清醒地明了自身的缺陷，我相信这也是他们取得伟大成功的重要原因。无论巴菲特还是索罗斯，他们都认为人的投资能力存在局限性，一个人可能只擅长于某种类型的投资，或者在某个领域中投资，如果他越过了这种范围，往往会走向亏损。比如，一个人能发掘成长股，不擅长题材股、ST 股，而他忽然兴起，贸然杀入题材股，结果就非常不妙。因此知道哪些事情在自己能力范围之外，哪些事情在能力范围之内，可以避免付出错误的努力。

巴菲特的搭档查理·芒格精于心理学，他告诉巴菲特：**人的心理往往会**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扭曲信息,并且忽视显而易见的事实。一方面,投资者根据不准确的信息甚至想象来做出投资决策;另一方面,一些定量分析技术让投资者自以为能精确地把握股票。早年的巴菲特即是如此,他娴熟地运用财务定量分析,醉心于资产负债状况分析,但是在经历几次失败的"烟蒂投资"之后,巴菲特接受了芒格的论调:必须承认认识的缺陷。

巴菲特对纺织业的投资也犯了过于自信的错误，轻信了自己的能力范围可以覆盖这一领域,在很长的一段时间内,巴菲特一直认为先前的买入决策是正确的。证券投资是一项非常复杂而艰难的工作,投资者却往往表现出过度的自信,所有人都有此特点,只不过成功的投资者能够正视这一缺点,并通过有效手段予以规避。

随意做出买入决定

股票投资者容易犯的一个错误是草率而随意地做出买入决定，这主要表现在两方面。

第一,因为喜欢某家公司的产品或者服务,而买入这家公司的股票。之所以有些投资者会采用这种方法,显然是将巴菲特和彼得·林奇的建议片面化了。虽然这两位大师强调了产品受追捧是买入公司的前提,但并没有简单地将二者画上等号。喜欢一家上市公司的产品,可以促发你去考虑这家公司的股票,但是在真正投资之前,还需要进行多方面的考察分析,然后才能判定它是否有投资的价值,最后才能决定是否买入。

第二,完全脱离基本面买入。虽然技术分析是重要的投资工具,在本人的投资体系中占有重要的位置,然而我还是要说,完全脱离股票的公司基本面而做出买入决定是投资的大忌,特别是对于大资金而言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

股票市场上的一些剧烈变动是由于盲目跟风行为造成，而非源于公司本身收益的变动。一旦股市有传言出现，许多投资者在传言未经证实之前就已快速而盲目地依据传言进行交易，跟风盖过了理性思考。这种行为一方面造成股价的剧烈波动，另一方面也让这些投资者业绩平平。

一家公司的股价一般是由其业绩和财务状况支撑的，因此投资者在投资前要判断一家公司股票的未来走势，其中很重要的一点就是需要准确衡量公司的绩效。如果你仅仅凭着自己对某家公司产品的热爱而买入这家公司的股票，那么也踏入了“市场先生”制造的陷阱之中。

相信自己的短期预测

我本人曾经炒过窝轮（即 warrants，认股权证和认沽权证），这是让我很后悔的一件事情。不仅亏了钱，还违背了我自己的投资原则。这些窝轮都有一个固定的期限，因此实际上你是在赌博，赌某一只股票或者指数会在一个固定的日期（比如 5 月 31 日）之前涨到什么程度，或者会跌到什么程度。即使你的宏观分析和微观分析都是正确的，但是预测市场的时机是非常愚蠢的。基本面的分析已经非常不容易，如果你再加上对市场时机的预测，那就难上加难了。一个正确的基本面有时候可能需要 2 年、3 年或者 5 年甚至 10 年才能表现出来，你有耐心和资金等待吗？窝轮的期限太短了：通常几个月，最长一年。炒窝轮是信心爆棚的表现，但对大多数人来讲，是无知的表现。他们不懂得基本面的表现是需要很长时间的。凯恩斯曾经说过：“市场可能长期不理性，你如果想跟它赌拐点的时机，必死无疑！”(Markets can remain irrational longer than you can remain solvent)。

伟大的投资者邓普顿(John Templeton)说：不要试图找到市场的拐点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持长期不懈地投资才是致富之道（it is the time, not the timing, that counts）。邓普顿明白所有人（包括自己）的弱点，担心自己在市场大跌的时候没有胆量买股票。于是，他把自己的每个爱股(好公司的股票)确定一个价格（在此之下便可称为超值），并给证券经纪人下达一个指令：一旦股价跌到某个水平，便可自动买入多少。

投资没有估值余地

如果手中的股票价格下跌了一半，你还能坚持自己的投资吗？即使你声称自己的价值投资者、长期投资者，也会面临尴尬的选择，毕竟眼看着大幅的亏损或者利润被带走，是非常不好受的事情。如何才能避免陷入这种被动的局面呢？我有几点想法。

第一，看股票时，要留点余地，把公司的历史账目和未来预测多打些折扣，这样一来一些看起来超值的公司就不那么便宜了，这可以帮助你挽回不少损失。第二，在对股票估值时也要留点余地，不要试图去给一只股票的价值确定一个精确的数字，比如 8 元，确定一个范围就好了，比如 5~8 元。股票的估值是一门艺术，不是科学。最后一点请记住，每一家公司都有问题，有些问题你只是没有看到而已。他们的管理层也许一直有暗斗，但他们伪装得很好。

为了减少自己冲昏头脑的次数，我建议大家多用“绝对的”估值方法，少看“相对的”估值方法。比如，坚决不买一只 30 倍市盈率的股票，仅仅是因为同类的股票更便宜（20 倍），这就是使用相对的估值方法。比较可靠的方法是盯住 30 倍这个数字。这是一个不小的数字。它意味着我的投资需要 30 年才能赚回本钱（假定公司未来用目前的利润水平来发展）。当然公司未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利润可能有增长，但也会有下跌的年份。对于极少数高成长的公司来说，30倍也可能很合理甚至算便宜。但是注意，只有极少数公司可以持续多年高增长（比如超过20%）。如果我们"感觉到"这家公司属于高增长，那家公司也属于高增长，我们的大脑可能已经被外界的气氛所冲昏了。这个时候的市场大环境可能已经有问题。

股票的市盈率跟通货膨胀、银行利率有关。一般情况下，利率越高，股票的估值倍数越低。反之亦然。但这也是一个很危险的"相对"估值方法。目前的低利率可以持续吗？万一利率突然涨了怎么办？

满仓操作

在投资领域，黑天鹅事件（小概率事件）是常见的。正常的代客理财行业，对收益都是不保底的，这个行业发展几百年了，是很容易挣钱的，但是他们为什么不保底呢？就是因为投资行业容易出现黑天鹅事件。黑天鹅事件无法预知，无法回避，只有通过仓位控制来防范风险。

一般情况下，投资的资金应该是3~5年的闲钱。市场很好时，最好也不要满仓，要做到巴菲特投资的三不原则：不做空，不负债，不了解的行业不做。有些钱，他人能挣，而你不了解，所以你不能去挣。

过于依靠财务数据

过度依赖财务数据是不少投资者的通病，这存在两个问题：一，忽视财务欺骗和会计陷阱；二，忽视公司经营本身的状况，而一味迷信财务报表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司的股价一般都是由其业绩和财务状况支撑的，因此投资者要想判断一家公司股票的未来走势，很重要的一点就是需要准确衡量公司的绩效。格雷厄姆以 Erneq 航空公司等以 E 开头的公司为例，介绍了衡量公司绩效的六种基本因素：收益性、稳定性、成长性、财务状况、股利以及历史价格等。评估一家企业经营绩效的财务指标有许多，如每股净收益可以直接体现公司获利程度的高低，投资报酬率可以考察公司全部资产的获利能力等，但格雷厄姆比较偏爱用销售利润率作为衡量公司收益性的指标，因为该指标不仅可以衡量公司产品销售收入的获利能力，而且可以衡量公司对销售过程成本和费用的控制能力。公司产品销售过程的成本和费用越低，公司销售收入的获利能力就越大。由于公司的大部分收入一般来源于主营业务收入，即产品销售收入。因此，通过销售利润率可以判断出一家公司的状况。

但是，这些财务指标本身可以造假或者被“巧妙安排”来误导投资者。一家公司的股价在其未来业绩的带动下不断向上攀升，投资者切忌盲目追涨，而应以怀疑的态度去了解这家公司的真实状况。因为即使是采取最严格的会计准则，近期内的盈余也可能是会计师伪造的。投资者应注意，新产生的业绩增长究竟是真正意义上的增长，还是由会计政策带来的，投资者特别要对会计报告的附注内容多加留意。任何不正确的预期都会歪曲企业的面貌，投资者必须尽可能准确地作出评估，并且密切注意其后续发展。

现在会计制度已经比格雷厄姆那时更为严格了，但是操纵财务报表的事情还是不断发生。上市公司的年度报告及财务报表是投资者分析的重要材料。值得注意的是，财务报表在自然反映公司的行业、竞争及经营管理情况之外，公司的管理层出于维护公司形象、达到融资条件、转移利润以及规避税收等等考虑，还可对其进行有意安排，投资者可能据之做出错误的判断，这些财务安排是投资者进行上市公司价值判断时的“陷阱”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　大投资家的秘密

10 倍大牛股的魅力

查理·芒格曾一语道破大投资家的秘密：对于一个投资者来说，一生中能发现一到两个真正杰出的长存的企业，就已经会十分富有。试想，如果一个投资者能够挖掘出两只 10 倍增长的股票，那么收益将是 10×10=100 倍。假设初始投入资金为 50 万元，那么两只股票的投资就能让你的财富增值为 5000 万。这就是 10 倍大牛股的魅力！

所以，大投资家们从不会每天辛苦地追涨杀跌，而是专注地去挖掘、寻找这些 10 倍大牛股。而 10 倍大牛股的机会任何时期都有。60 年的实践智慧表明，持久赢利的智慧和最后的胜者始终归于这些大投资家。在熊市的低沉和恐慌中，他们放手捡起那些大众丢弃的宝贝；在牛市的高涨和狂热中，他们谨慎地观望，趁机抛弃那些“价不称值”的家伙。

巴菲特是大投资家的杰出代表，他 1956 年创建的伯克希尔·哈撒韦公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，投资了美国运通、可口可乐、吉列、华盛顿邮报、富国银行等 10 倍甚至 100 倍大牛股。哈撒韦公司的股价从 7 美元，一度上涨到 15 万美元，即巴菲特 50 年的投资收益最高超过 2 万倍！！如果你最初投资巴菲特 1 万美元，那么你将收获 2 亿美元。这就是聪明投资者的超级赚钱能力！

华尔街有许多上涨 100 倍甚至上涨 1000 倍的超级牛股，比如：家得宝 1963.29 倍、思科 1025.84 倍、时代华纳 731.38 倍、微软 578.82 倍、甲骨文 576.46 倍、戴尔 547.47 倍、沃尔玛 409.24 倍、百思买 236.46 倍、英特尔 173.96 倍、高通 159.08 倍……

中国股市发展的时间比美国短，但是每个时期，仍然都有股票成为 10 倍大牛股甚至 100 倍大牛股。比如，1994 年至 1997 年，四川长虹上涨了 17 倍；万科从 2000 年到 2007 年上涨了 34 倍；贵州茅台从 2001 年到 2007 年上涨了 30 倍；中国船舶从 2006 年到 2007 年上涨了 35 倍，中集集团从 1994 年到 2007 年上涨了近 70 倍；苏宁电器从 2004 年到 2007 年上涨了 80 倍。假以时日，中国股市必然也能出现像美国股市那样的千倍大牛股！

一波短线的行情可能与股票的基本面情况无关，它可能是由于主力、庄家的炒作，可能由于某条消息的刺激带来跟风盘等等，但是一只股票能上涨 10 倍乃至 100 倍，就绝不是盲目性、庄家、跟风盘这些因素能支撑的，而是必然有其内在的原因。这个原因是什么？简单说，就是这只股票的公司要好，即使是庄家拉抬也需要一个好的理由吧。那些死气沉沉甚至亏损的企业，主力可以借助题材短炒一把，然而他会去长期拉升吗？显然不会，这些股票往往是题材兑现，上涨就结束，之后还可能是凶猛的下跌。

只有本身质地优良的公司，才能在股票市场持续受到资金追捧，只有资金的持续追捧，才可能诞生 10 倍牛股。这又回到了巴菲特的那种老话：“选股票就是选公司”。

然而成为伟大的投资者并不容易。一般而言，投资者进入股市后，都偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱短线进出、频繁操作，一天不交易，对他来讲都非常痛苦。有些人会一辈子停留在这种状态中；而有些人经过多年的实践后，才能幡然醒悟，开始正确的投资之旅。一般而言，在股票市场上很难看到资金庞大的纯技术交易者，原因是技术分析适合那些小规模的资金，一旦资金超过一定数量，则会打乱原本良好的交易形态结构。在那些流通性较好，成交量较大的金融市场上技术分析效果要好得多，比如外汇市场、国际贵金属市场和期货市场等。

根据我们的观察，世界上最有钱的投资者还是价值投资者，比如巴菲特，比如拉恩，比如邓普顿，太多了。价值投资中的集大成者与技术交易中的集大成者的财富根本不在一个级别上，巴菲特的个人财富是以百亿计算，而技术分析中的顶尖大师也只能以亿为单位计算个人财富，技术分析大师的个人财富水平几乎没有超过10亿美元的。

看看那些个人财富位居最高水平的个人投资者，几乎看不到技术分析为主的交易人士。这至少表明在目前的市场模式下，技术分析很难为成功的交易者带来更高水平的财富数量级别。

所以，在华尔街谈论价值投资绝对是身份和地位的一个标志，也是一个时尚元素，至少2000年之后是这样的。不过，我们并不是要追逐时髦，我们需要的是能够赚取丰厚利润的法宝。我们来看看四位投资大师的骄人业绩吧：

- 证券分析之父　本杰明·格雷厄姆　年复利水平为20%
- 世界最伟大的投资者 沃伦·巴菲特　年复利水平为24.7%，
- 全球第一基金经理　彼得·林奇　年复利水平为29%
- 打败英格兰银行的人　索罗斯　年复利水平为28.6%

前辈大师的事业是光辉的，这为后来者树立了信心。聪明的投资者总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孜孜不倦地寻找下一个万科、下一个茅台、下一个苏宁电器、下一个 10 倍上涨 100 倍上涨的股票。

10 倍大牛股的特征

一只大牛股的横空出世，需要“时”与“势”的配合。所谓“时”，是指一只大牛股的诞生需要一些外部环境；所谓“势”，是指公司具有的特质。

因为我们是选择 10 倍大牛股，追求的是持续的高收益，这项投资就不可能是很短的时间内完成的。那么，相对较长的投资周期决定了我们更需要关注投资的外部大环境。外部环境的因素有很多，我们最看重的是经济周期和投资周期。我们发现，一个长的繁荣和扩张周期，才促成了沃尔玛那样 30 年增长 1000 倍的公司；而经济周期从繁荣到衰退的转折，对某些行业和公司而言意味着毁灭性的灾难。如果忽视了经济周期与投资周期的因素，就将投资置于了一种长期的风险中。

根据我们的观察，能跨越周期的行业很少！每一轮经济周期都会促成某几个行业的迅猛发展，而该轮周期结束后，这些行业大多也会随之减速，这是一个很自然的轮动规律，因此在一轮经济周期的顶峰，一定要坚决离场。我们将在本书的第四章中详细介绍经济周期变化对股票投资的影响，在第五章中介绍规避经济周期影响需要注意的事宜，第六章中我们将介绍怎么解读对投资很有用的一些财经数据。

大牛股除了需要有外部环境支持以外，自身在基本面上也需要有特质。试想，一只股票上涨 10 倍甚至 100 倍，不会是在几个月内就能实现吧？实现这么高的增长，只能是在更长的时间段内持续受到资金追捧，而资金为什么追捧它呢？原因只能是资金持续看好它未来的高增长和高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

一家公司要想持续取得高增长和高收益，至少要满足两个条件。第一，它所处的行业要有前途，如果处在夕阳行业，整体利润越来越低，公司经营得再好，增速也是有限的，收益很容易越来越低。选公司，看行业是很重要的，对行业的分析，本书会在第十三章详细阐述。

第二，即使处于很有前途的行业，也不一定能高速发展，如果竞争对手比你强大，很可能就会抢占市场大部分利润，挤压你的发展空间，更有甚者，直接将你淘汰出局。因此在合适的行业中，我们只考虑两类公司，一是垄断型的，二是有远超越对手的竞争优势。如果将垄断也视作一种竞争优势，那么大牛股的特质就很清楚了：**其公司拥有持续的竞争优势**。

具有持续竞争优势的公司拥有“护城河”或者说“市场性专利”。对此，国内外投资大师都有精彩的论述。林森池说：“生意分为两种：过度竞争的生意和拥有市场性专利的生意，巴菲特就擅长于寻找那些具有市场性专利的公司，择机买入，然后长期持有。”沃伦·巴菲特说：“在通货膨胀时期，市场专利或者说经济商誉是不断施惠的礼物。”晨星公司的帕特·多尔希则说：“识别企业的竞争优势是投资准备工作的最关键之处。”“护城河”是企业建立持续竞争优势的因素，比如区域内垄断，或者具有某些独有的技术及商誉，它在很长时间内都不太可能为竞争者获得，甚至根本不可能出现竞争者。拥有“护城河”的企业都拥有一个利基市场，在此市场上，该企业具有某种统治力和排他性，即拥有法定之外的长期“垄断性”，市场性专利分为两类，一是拥有某些配方，比如可口可乐、五粮液等；或者是拥有某些地域垄断性，比如地方性报纸和旅游景点。

“护城河”是稳定成长性公司长期高于平均利润水平的保障，同时也是高速成长公司维持高成长性排除竞争者的防御体系，使得公司避免了惨烈的竞争，保证了较高的利润率和较高的成长速度。巴菲特主要利用了前者，而彼得·林奇则主要看中后者，所以一般人认为巴菲特是狭义价值投资的代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表，因为他主要投资于那些稳定成长的高利润率公司，比如可口可乐公司和吉列公司；而林奇则是成长性投资的代表，因为他热衷于投资那些高速成长的高利润公司，比如一些刚起步的旅馆和服饰店等。我们在第九章中以一套"护城河"标准挑选有长期竞争力的公司。需要特别注意的是某些假护城河，并不能支撑长期的高速增长，这点投资者要仔细分辨。

通常而言，拥有持续竞争优势的企业一定在收益上存在明显的优势，这可以从财务数据中得到。我们可以从两方面考察，一是从产业和企业运营的层面，根据直观感受和理论推理来判断；二是从企业的财务报表上判断。第一种途径是直接去找，而第二种途径则是根据一些表征来推断。两者要结合起来才能准确推断一家公司是否具有持续竞争优势。比如一家零售公司，其在某地区具有垄断性，但是其各类回报率并不看好，这时候虽然从直观上看这家公司具有持续竞争优势，但是财务分析却戳穿了这个假象，这很可能是该公司并不具有保障长期超额利润的要素。再比如，一家公司在最近几年财务回报率不佳，但是却拥有受人欢迎的饮料配方专利，通过深入研究发现，该公司之所以最近几年回报率不佳，主要是介入其他行业导致的，目前该公司已经在回归主业了，那么这家公司应该是具有持续竞争优势。

长期来看，具有竞争优势的企业一定能维持超过平均水平的回报率，所以我们主要从收益的角度来寻找这类企业。通过单个指标想做出正确判断相当困难，所以我们结合四个指标来查看一家公司的收益水平是否长期超过平均值。首先我们查看自由现金流这一财务指标，第二指标是股东权益回报率，第三个指标是净利润，第四个指标是资产回报率。

巴菲特就非常善于依靠公司的财务报表进行分析。彼得·林奇去拜访巴菲特时，感到非常惊讶，他发现巴菲特的办公室里没有电脑，林奇忍不住问道："巴菲特先生，你的办公室里怎么没有电脑，难道你不看行情吗？"巴菲特回答说："我从来不关心股价走势，没有必要关心，它也许还会妨碍我做出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的决定。”那么，巴菲特的办公室里有什么呢？一大堆文件柜，里面装满的是公司的年报等资料。

公司最重要的财务数据来自三大报表，本书第十章介绍了利用三大报表快速筛选牛股的方法，第十章还特别介绍了 14 类财务报表陷阱，这些是市场惯用的欺骗手段。此外，在第十二章，我们还提供了一套更简单的牛股速查方法，以帮助投资者筛选潜在对象。

有效投资范围

当一个投资者开始研究目标公司时，必须了解一条军规：并不是所有的公司都是你能够掌握的，你需要在自己的能力范围内研究和选择公司。每个投资者都有自己的能力范围。

巴菲特一直恪守在自己的能力范围内投资。在其投资生涯中，他涉及过领域广泛的行业板块：广播公司、加油站、烟草公司、食品饮料公司、石油和矿产开采公司、银行、保险、广告公司、纺织品厂、农具厂等。这些企业中，有些是由他控股，另外一些则是作为少数股东。但是，不管占股的比例多寡，巴菲特对于这些企业的经营流程都是非常了解。他之所以能够保持对所投资的企业有高度的掌握，主要是因为他将投资对象限制在自己理解和分析能力的范围之内。巴菲特为此专门给出了一条忠告：“务必在你自己能力允许的范围之内进行投资决策和实践，你的能力有多强并不重要，关键在于你能够正确地了解和评价自己的能力。”

首先谈谈对华盛顿邮报的投资。巴菲特的祖父曾经拥有过一家报社，并自任该报的编辑，巴菲特的父亲在大学期间曾经担任过报纸的编辑，而巴菲特自己也曾经当过《林肯日报》的推销员。1969 年，巴菲特已经通过购买《奥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马哈太阳报》进入了报纸行业，通过经营这一报纸，巴菲特积累了丰富的报纸运作经验，所以在其入主华盛顿邮报之前已经有 4 年多的报纸经营实践。这表明了入主华盛顿邮报基本上在巴菲特的能力范围之内。

对于政府雇员保险公司的投资也完全在巴菲特的能力范围之内。早在 1950 年，巴菲特在哥伦比亚大学读书时，就专程到华盛顿特区拜访该公司的经理。在此次交流中，巴菲特询问了很多问题，而该经理也花费了 5 个多小时的时间向他解释政府雇用保险公司的特点。后来，巴菲特就向自己父亲经济公司的客户推荐了这只股票，自己也在该公司的股票上投资了 1 万美元，此次投资使得巴菲特获得了 50%的收益。接着，他又买入堪萨斯人寿保险公司的股票，并获取了 300%的收益。积累了多年经验之后，巴菲特对保险行业非常熟悉和有把握，这使得他于 1976 年再次买入政府雇员保险公司的股票。

巴菲特在华盛顿邮报董事会任职期间积累了关于媒体的大量营运知识，所以这对他 10 年后入股大都会和美国广播公司有非常大的帮助。而巴菲特最为出名的一次投资还是买入可口可乐的股票。可口可乐的生产工艺非常简单，易于了解：买入原料，制成浓缩液卖给瓶装商，瓶装商再将把浓缩液与其它成分混合在一起做成最终制成品卖给零售商。该公司的著名品牌包括可口可乐、雪碧、芬达等。这类业务非常简单的企业，完全在巴菲特的能力范围之内。

对基本面的评估可以解决两个问题，首先决定一项投资是否在自己的能力范围之内，接着决定这项投资是否值得。

我们需要通过评估自己对一个公司的业务、产品、市场的了解程度来决定这家公司是否在自己的能力范围之内。价值投资者的个人特点会影响其能力范围。

第一个影响能力范围的因素是投资者自身所处的行业；第二个影响能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力范围的因素是个人消费习惯；第三个影响能力范围的因素是与公司地域的距离。

通常而言，投资者自己肯定会处于某些行业中，即使是专业投资者也是如此。价值投资不需要花费很多时间来盯住股价的变动，所以就有大量的时间来研究我们周围的行业，这样我们实际上就是扩大了自己的能力范围。比如一个 IT 工程师，可能只是对于信息技术行业的某个小领域有深入的了解，但是随着工作经验的积累，经验可以扩展开来，这样就扩大了其能力范围，也就是他可以进行投资的潜在对象扩大了，这是立足本职工作的能力圈扩大。除了这个方法，还可以根据自己的业余爱好进行扩展，比如你一直非常向往钓鱼，而你的本职工作却是平面设计，这时候你可以通过你的爱好来扩展对于渔具、鱼饵乃至跟钓鱼有关的其他行业的了解。这样你的能力圈又扩大了。投资的要点在于，不求多，在于你要能掌握几个拥有持久经营特征的行业。

第二个影响能力范围的因素是个人消费习惯。巴菲特个人喜欢喝可乐，所以他对于可乐市场是比较熟悉的，同样他对于报纸行业的熟悉也部分源于其阅读习惯。与巴菲特齐名的投资大师彼得·林奇就非常看重个人消费习惯带来的对产品的熟悉程度。个人消费习惯经常涉及那些业务简单，但是拥有某种市场优势地位的企业的产品。但是，单凭直观的感受就做出投资决定过于鲁莽，我们还需要在消费习惯的基础上多点深入的分析和调研。

第三个影响能力范围的因素是个人所处的位置与特定公司所处位置间的距离。通常，我们对于某些公司的熟悉程度与我们与其的距离远近有密切关系。居住在特定区域的投资者总是对于该地区的公司更为熟悉。但是随着交通通讯技术的发展，人可以扩大其活动范围，这样能力范围也就随之扩大了，所以在新时代下的投资应该多多利用交通和通讯工具带来的便利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入原则

每只股票都有其内在价值，当价格偏离价值后一定会回归，“偏离”是买入的机会，“回归”是获利的过程。聪明的投资者会在价格低于内在价值一定幅度的时候选择买入。然而问题来了。股票的内在价值由公司的生命周期、发展速度、未来收益等要素决定，这些要素如何准确估值呢？

关于这点，芒格曾说过一句耐人寻味的话：“巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。”

巴菲特本人对于内在价值的计算最为详细的叙述出现在1996年致巴克夏公司股东的信中：“内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的事实进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值估计值，即使对于我和查理来说也是如此，这正是我们从不对外公布我们对内在价值估计值的一个原因。”

此外，巴菲特还坦承：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是艺术，又是科学。”

与一些市场人士的想法不同，笔者更倾向于认为巴菲特这番话是坦诚而非卖关子。因为我们常常看到，在证券市场上，过度追求精确量化往往不会带来好的后果。最典型的例子莫过于大名鼎鼎的美国LTCM（长期资本管理公司），其高管包括1997年诺贝尔经济学奖得主、“期权定价模型之父”默顿和舒尔茨、美国前财政部副部长及联储副主席莫里斯等学术界及政经界要人，堪称梦幻组合。1990年诺贝尔经济学奖获得者威廉·夏普称其为“也许是世界上学术水平最高的金融机构”，在华尔街与量子基金齐名。从运作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式上看，LTCM 是通过运用电脑建立数量模型分析金融工具价格，再利用不同证券的市场价格差异进行操作，是投资界精确量化的祖师，却也难逃失败命运。LTCM 曾经是如此成功——3 年盈利增长 2.84 倍，一度成为市场唯马首是瞻的旗舰。然而就是这样一个泰斗级的公司，也创造了另一项金融记录——150 天亏损超过 50 亿美元，亏损率超过 90%。正如同中国古代的项羽，百战百胜，一败而失天下。

虽然股票内在价值很难精确定义，但是前辈投资大师们还是探索出了一些宽泛的方法。从早期的格雷厄姆到后来的费雪、彼得·林奇，通俗地说，认识深化的结果是：对成长性好的股票，可以接受一个更高的买入价。

下面，我们以巴菲特和格雷厄姆买入方法的差异来具体说明这点。

格雷厄姆主要基于公司的有形资产决定投资，通过对有形资产为核心的价值进行评估，他得出了价值和价格之间的差值，通常而言，他基本上不管公司长期的成长和盈利情况，只要公司账面上的价值在股价上得到了体现，他就会抽回投资，投到下一个具有隐藏价值的公司上。所以，他的价值投资一定没有巴菲特那么长，他的盈利状况也没有巴菲特那么好，最为关键的是随着有形资产盈利能力的提高，随着证券分析技术的进步，格雷厄姆那种以有形资产为基础寻找隐藏价值的方法逐渐失去市场。

巴菲特早期的证券投资完全是遵循格雷厄姆的方法，后来随着实践出现了问题，巴菲特才开始反省。其实，格雷厄姆的价值投资基本上就是类似于保险精算，通过分散投资来获取大概率情况下的收益，而巴菲特由于天性使然，持有的股票种类一直较少，这使得他无法获得格雷厄姆一样稳定的收益，所以他陷入了理论和实践的冲突。之后，他认识了查理·芒格和菲利普·费雪，他们让巴菲特明白了无形资产的价值，而彭博的著作更让巴菲特明白了持久竞争优势对于长期价值投资的重要性，由此巴菲特开始将集中投资与无形资产价值评估有机结合起来。巴菲特的方法也是寻找价值和价格之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间的背离,但是他看的是包括无形资产在内的价值,而无形资产是公司成长性和收益的来源。巴菲特投资的不再是简单的资产,他投资的是公司。资产是静态的,而公司是动态的,公司的价值可以持续增加,而资产则未必。巴菲特以收益为评估重点,而格雷厄姆以资产为评估重点。巴菲特专门寻找那种目前价值被低估,而且又能长期报酬高增长的公司;而格雷厄姆则只看目前价值是否被低估的股票。巴菲特不单寻找价值被低估的,还寻找能够持续增值的,而格雷厄姆则只寻找价值被低估的。

卖出原则

某些价值投资者走入了一个误区:将长期投资简单理解为死拿,两耳不闻窗外事,买入股票就搁那儿,不管了,外面打雷下雨,他也不收衣服。真正的长期持股并不意味着死拿,成为死多头。长期投资法最为关键的一步是知道如何卖出,因为什么时候卖出最终决定一项投资是否成功,持有足够长的期限并不能保证投资成功。长期投资的原则是尽可能地长,延长投资期限是为了获得较高的复利水平收益,是为了赚足,而不是没有原则地固守一笔头寸,而不管当初投资的条件是否已经发生根本性的变化。

每一个伟大的投资者都会有明确的卖出法则,巴菲特也不例外,他是根据自己的价值投资原则来做到这一切的。完整的交易一定是由买进和卖出组成的，不过很多交易新手和那些交易多年但仍旧整体亏损的交易者通常只知道花大量精力寻找入场点,却忽视了退出位置如何确定,这也是他们无法“赚足”的原因。很多交易者长期徘徊在短线交易的矛盾心态中,其一个重要的原因就是他们缺乏一个持仓的明确标准和条件，从而无法长期持有一个赚钱的头寸。无论价值投资者,还是技术派交易人士,出场点的判断都是最为关键的,没有好的出场点,一个价值投资者不能成为真正的价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，因为他无法运用长期投资的优势；没有好的出场点，一个技术交易者也不能成为一个真正的技术交易者，因为他无法让利润奔腾。“会买的是高手，会卖的才是师傅”，我们翻看国内的股票交易书籍，最为重要的一个特征就是只讲什么情况买入，却不讲买入后什么时候卖出。不管一个投资者在进入一项交易时花了多少心血进行研究，如果他无法确定一个可以最大化利润的出场标准，那么他很可能从一个预想中的长期投资者变成一个实践中的短期胡乱交易者。如果不确定一个良好的进出法则，则一切先前的分析都不足以保证你成为一个成功投资者。

在持有头寸的过程中，交易者会面临千奇百怪的情况，每种情况对于交易者是否继续持仓都是一个考验，那些没有明确卖出标准的交易者很快就放弃了抵抗，屈从于市场的诱惑，很快就卖出一个原本打算长期持有的头寸。一个长期投资一下就变成了短期交易。相反，那些成功的交易者，无论是哪个流派的，对于何时卖出都有明确的标准，该卖时绝不拖延，该持仓时绝不动摇。通过坚定地持有那些盈利的头寸，价值投资者让长期投资的威力发挥效应，而技术交易者让利润奔腾起来。巴菲特的卖出条件与成功的技术分析人士的条件肯定不同，但是这并不妨碍两者同样有效。

通常而言，一个根据价值投资原则进行操作的投资者会因为下面的四个原因而卖出某只股票：

●公司的基本面出现了根本性的恶性变化；

●股价高于其价值太多，即使公司保持乐观的发展态势也无法在合理期限追上股价的高涨；

●买入这只股票的理由已经不存在，或者当初买入这家公司时忽略了某些关键性的因素；

●有更高回报的投资机会急需要资金；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特看来那些不值得持有的股票就需要卖出，如果持有一只不符合选股标准的股票，就需要卖出，如果还没有持有这样一只不符合要求的股票，就不要介入了。巴菲特虽然有些股票拿了几十年，但是他几十年来也是不断调整持股的品种，即使对于长期持有的股票，也会不断对仓位做出调整。2000 年左右，巴菲特卖出了迪士尼的股票，主要是因为迪士尼大举浪费企业利润，用来投资一些网络项目，巴菲特对管理者的理性和独立思考能力产生了怀疑，同时对公司的多元化战略保持谨慎，所以卖出了迪斯尼的股票。因此，一旦公司的基本面出现大的变化，投资者就应该重新做出选择。

对于长期投资而言，另一个最大的风险是来自于经济周期的变迁。这里所述的经济周期，可以是各种尺度的，可以是全球经济周期的变迁，也可以是一个国家经济周期的改变，还可以是一个行业经济周期的改变。无论是哪一种，都会对公司环境造成极大的变化，从而给投资带来很大的变数。

经过 2008 年全球股市大跌和中国股市的暴跌之后，即使是最保守的价值投资者都开始重视“经济周期”对长期持股的考验。本书将经济周期视作投资的一个大的风向标，由这个风向标确立我们投资的大格局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　股票盈利的4次飞跃

超越财务报表

上一章我们谈到了巴菲特非常看重财务报表分析，但是这里必须要说明一点，巴菲特其实是超越了格雷厄姆迷信财务报表的做法。

在遇到查理·芒格并接受费雪的教诲之前，巴菲特严格按照格雷厄姆的投资理论操作，在实践中他开始发觉格雷厄姆带来的消极影响。巴菲特认为格雷厄姆的方法是买进那些价格低于账面价值的公司，但是随着分析师水平提高，这样的机会越来越少，而那些经营糟糕的公司却经常通过筛选，使得巴菲特被这些有问题的公司缠绕。这些问题公司的账面价值往往不能完全兑现，让巴菲特受到很大的打击，于是他将按照格雷厄姆方法进行的投资败笔称为“烟蒂投资”。经过查理·芒格的帮助，巴菲特开始注意一些公司经营的特征，而不是仅仅关注财务报表。巴菲特认为：“困难并不于如何接受新的思想，而在于自己不能跳出旧思想。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特直到晚年都认为格雷厄姆对他影响最大，所以他对于成长性的偏重仍旧低于费雪看重的程度，只是到了林奇才加大了对成长性的重视程度。巴菲特在1984年的《证券分析》出版50周年纪念大会上重申了对格雷厄姆的敬仰，并表示格雷厄姆的最大贡献在于提出了“安全空间”法则，这使得价值投资者有了自己流派的核心理念，巴菲特认为每个格雷厄姆的学生都发展出了差异化的估值方法，但是就以低于价值的价格买入股票这一理念而言，每个人都受到格雷厄姆“安全空间”投资理论的恩泽。但是，巴菲特已经超越了“安全边际”或者说“安全空间”的最初用法，主要是改变了估值方法，不再坚守静态估值，转而使用费雪的特质分析法评估动态价值。

让巴菲特从“烟蒂投资”转向兼顾静态和动态价值的因素有两个：一个是芒格的出现，一个是纺织企业投资的败笔。在格雷厄姆投资思维限制下，巴菲特认为人的认知能力不存在局限，可以通过数字来洞悉一切，但是经过多年投资实践后，巴菲特的注意力开始由账面转移到企业的实际经营层面，这其中体现了巴菲特对定量分析不足的深刻反思。

巴菲特现在掌管的投资旗舰名叫伯克希尔·哈撒韦，这最初是一家纺织企业，从巴菲特购入伯克希尔·哈撒韦开始，他就陷入了麻烦，这主要是由他严格执行格雷厄姆固守账面价值的理念引起的。更为重要的是他并没有执行恩师要求分散投资的信条，在集中投资的个人习惯驱使下照搬格雷厄姆的方法，利用市净率作为投资准绳，这种做法让巴菲特在投资伯克希尔·哈撒韦纺织公司时吃尽了苦头。巴菲特曾经不无感慨地说：“我知道纺织业非常难以经营，我们已经有过许多的经验和教训，我们确实应该吸取这些东西。”

从巴菲特介入伯克希尔·哈撒韦开始，他就一直在为该公司的运作耗费心力，公司的管理者一直将资本和利润配置在纺织业中，巴菲特当时并不反对这样做。后来，公司的管理者也就是以前的所有者想要回购公司股票时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特也没有答应，他仍旧陷在一个低成长的行业和公司中。他之所以这样做，主要是因为恪守格雷厄姆的投资信条，寻找那些市净率降低的企业。在介入伯克希尔·哈撒韦20年之后，巴菲特开始考虑停止纺织业务。这一时期，巴菲特因为纺织品业务搞得心力交瘁，但是他仍旧忍不住向这个行业投入了更多的资金，此时纺织业在美国的利润水平已经出乎寻常地低了。巴菲特内心开始出现矛盾，一方面现实的实践告诉他应该放弃这类“烟蒂投资”，另一方面格雷厄姆的理念和他已经支出的金钱使得他想要继续持有伯克希尔·哈撒韦的纺织业务。在两项矛盾下，巴菲特还是选择了和过去妥协，他到处寻找理由支持买进和继续持有纺织业务的理由，大致而言他认为“良性多元化”是介入纺织业的一个很好理由。那时候他仍旧辩称到：“虽然介入伯克希尔·哈撒韦这家纺织公司是一个错误，但是并不是一场灾难，时间将会证明这次并购还是具有某些价值。”

很多传记作家都将巴菲特描述为一个完人，认为他不存在普通投资者身上的那些弱点，比如为自己错误的投资寻找借口，在失败的投资上继续加码等。其实巴菲特在纺织行业上的介入就是一个极大的错误，而长年的坚持更是将这个错误放得很大。巴菲特纠缠于之前的投资决定，先前的支出也使得他不能够爽快地认赔出场。他无法做到在纺织业上及时收手，甚至停止投资都非常困难。到了1985年，巴菲特旗下的纺织品业务积累了无数问题，前景一团糟糕，经营下去几乎无利可图，这时候巴菲特再难为自己找到理由了。此时查理·芒格的影响继续扩大，巴菲特认识到必须从过去走出来，从格雷厄姆的教条下走出来。

巴菲特从这件事情上认识到，格雷厄姆那种拣便宜货的做法存在局限性。格雷厄姆对于一家公司在未来盈利的能力充满了怀疑，这使得他更多依赖于财务报表来评估企业的价值。巴菲特在格雷厄姆的教导下认为，所谓的价值投资就是买入那些有形资产价值高于股价的公司，但是他忽略了这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有形资产的价值创造能力，也就是忽略了这些资产未来能够产生的现金流；对于破产清算价值，他也过于乐观了。巴菲特后来以自嘲的口气称那些只关心账面价值高于股价的投资为“烟蒂投资”。巴菲特早年的投资就是在价格大幅下跌的时候吸纳进账面价值较高的股票，然后当价值和价格一致时抛出，当时巴菲特还一直局限于静态价值的投资，对于价值的认识也仅仅是价格和静态价值的关系，对于市场性专利带来的价值，他几乎没有什么概念，直到芒格和费雪走入他的投资世界。

超越趋势分析

本书阐述的投资法则，是一种价值投资方法，其中的“识趋势”有别于技术派的趋势分析。在本人的投资体系中，价值分析和技术分析都占有重要的位置。但是，我还是要强调，价值分析是股票投资行为展开的基础。

约翰·迈吉的《股市趋势技术分析》一书是技术派趋势分析的“圣经”，迈吉在这本书中提出了三条核心观点：

- 股票价格倾向于有趋势地运动；
- 成交量跟随趋势；
- 一轮趋势一旦确立之后倾向于持续起作用。

迈吉等人总结的第一条和第三条是重要的股市运动规律。中国人讲“顺势而为”，用到股市或者其他一切投资领域，都是颠扑不破的真理。

然而，技术派纯粹从图形走势上判断所谓趋势，却有以下几个问题：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

- 无视宏观经济和股票基本面对股市的影响，完全忽略了政策因素对技术趋势的强烈干预；
- 忽略场外先行指标的价值；
- 趋势展开后很长一段时间内都不能确认趋势的级别；
- 暴露在技术骗线的风险中。

纯粹技术派对基本面的忽视，已经饱受诟病，在此不多言。这里特别指出两个问题。

第一，从理论上讲，顺着趋势就能赚钱，而且大多数投资者都明白这个道理，那么为什么有那么多人不赚钱而且亏损巨大呢?怎么去判断一个趋势形成了，怎么去判断一个趋势结束了，怎么去判断是调整还是见顶，怎么去判断是反弹还是反转，这些问题在趋势最初的很长一段时间内都是争议不断的，等到能从技术分析上说清楚了的时候，趋势差不多又要转折了。

我们来看图 3-1，如果股票投资可以回头看，我想大多数人都会说：我在 A 点进场，B 点出场，那该多好，闭着眼睛都能翻倍。其实恰恰相反，许多人 A 点的时候不知道股市是怎么回事，而进场就在 B 点。

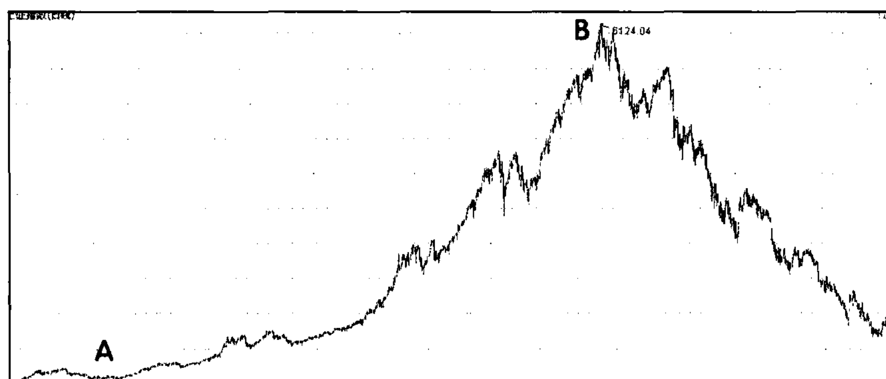


图 3-1

再看图 3-2，当行情发展到 C 段时，很多人不认为是牛市反转了，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还认为只是调整，当 D 段行情成立后，他们才知道错了，但是为时已晚。然而聪明的投资者不会犯这些的错误，因为他明白和关注了趋势形成和转折的本质。股市毕竟不是虚拟游戏，它即使不是国民经济的晴雨表，它也必然与实体的基本面有重要联系。股价运行的趋势从何而来？从源头说起，那么这种趋势正是实体经济周期、投资周期的运行造成的。如果明白了这个道理，那么在 B 点、在 C 段时，你就能看到中国乃至一轮繁荣周期面临重大调整，而投资周期也进入了新一阶段。基本面这么剧烈的波动，能不影响股市吗？显然不可能！

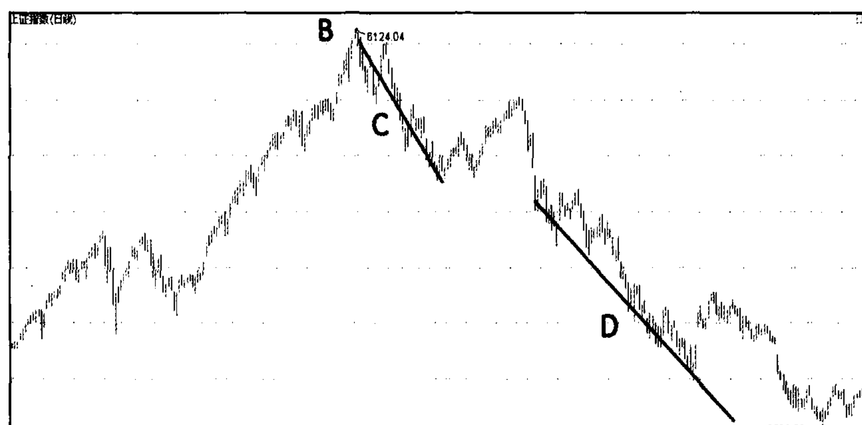


图 3-2

第二，技术分析人士认为价格反映一切市场行为，通过对价格走势的技术分析就能洞察一切市场信息，某些实证研究也部分支持这种观点。这种观点对不对呢？作为聪明的投资者，完全没有必要去理会这种观点的对错。聪明投资者不但能认识到股市中趋势的存在，还能够理解这种趋势是由经济周期和投资周期循环运行所决定的。周期效应引发的趋势影响着行业、企业的发展，影响着对企业的估值。那么我们为什么不去关注经济周期和投资周期的变化呢？

说到这里，想起一个故事：一位神父信仰上帝。有一天洪水来了，所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人都急着逃命，只有他站在屋顶上虔诚地祷告。一只船经过，船上的人叫他："快到船上来。"他却说："我不去，上帝会来救我的。"一只快艇过来救他，但他仍然拒绝了。一架飞机来了要把他接走，可他仍一动不动地说："上帝会来救我的。"最终，他被洪水吞没，当他的灵魂死后见到上帝时，生气地质问道："我每天那么虔诚地祈祷，为什么你不来救我？"只见上帝无可奈何地说："谁说我没去救你，我派去了一只船、一只小艇和一架飞机去救你，可你自己都放弃了。"

我希望投资者不要像那位神父一样错过机会，经济周期和投资周期的信号、基本面的动态，就如同上帝派来的救援队，聪明的投资者一定会懂得去依靠它。

利用经济周期和投资周期确认趋势(结合技术分析)，然后顺势而为。选择顺应这种趋势的行业和优秀上市公司。这是本书阐述的价值投资方法的核心所在。

巴菲特认为买入股票就是选择优秀的公司，这是价值投资的基本原理。然而，仍然需要指出几个需要注意的问题：

- 选择优秀的公司，必然涉及对其所处国家经济运行情况以及所处行业的发展情况的分析；
- 优秀的公司必须有强大的竞争优势；
- 对优秀的公司需要正确的估值，以此决定投资的价格。

前两个问题又不可避免地涉及到了"趋势"，涉及到经济周期和投资周期。首先，分析公司所在国家地区的经济情况，必须结合经济周期的运行阶段；其次，分析公司所处行业的发展情况以及公司的竞争优势，也必须结合经济周期的运行阶段，还得考虑行业自身的运行周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些国内投资者看了不少巴菲特传记之后，抓住巴菲特的只言片语，认定巴菲特是一个不关心宏观经济和国际收支的人，其实巴菲特对于美国的经常项目赤字和贵金属走势发表过不少看法，而且他本人也在外汇市场上连续几年做空美元，同时在银价位于历史低点附近大肆买进。参与国际化的投资使得巴菲特与索罗斯的投资风格存在越来越多的相似之处，同时也使得我们认识到巴菲特最近十年也产生了一次不小的认识飞跃，这应该算他的第三次飞跃。这次飞跃的主要特征是他开始扩大其投资地域和范围，从美国扩大到其他国家，甚至包括中国这样的新兴市场国家，这似乎与邓普顿走得很近了，而他介入外汇和贵金属市场的行为则有点索罗斯的风格。也许这是一个正统价值投资者不断进步的表现，从格雷厄姆的静态价值投资，到费雪的动态价值投资，再到索罗斯宽范围的价值投资，这就是巴菲特的三大飞跃。外汇和贵金属都有金融属性，其价值最终取决于经济体的发展和世界经济的稳定性，所以外汇好比国家发行的股票，外汇的价值是由国际的经济增长率决定的，同时其中也包含了风险因素，外汇的价格则是由资金追逐也就是供给决定的，投机就是根据供给的变化而操作，而价格的变化导致了价格与价值的偏差，这就为投资者创造了机会。1992年英镑的高估、1997年泰铢的高估，都是外汇价格远远高于其价值的表现，作为价值投资者，索罗斯做空了当时的英镑和泰铢，而巴菲特则做空了美元。价值投资的核心都是一样的，无论具体品种和形式是什么。由此来看，投资者掌握宏观经济动向将如虎添翼。

理解周期性行业股

传统的价值投资对周期性行业股票不够重视，然而彼得·林奇给了我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资周期性行业股许多启示。林奇认为这类股票经常诞生高利润和低风险的机会。所谓的周期性行业主要是指钢铁、航空等类型的行业，这类行业随着经济的繁荣和萧条而起伏。

华尔街很多机构都在企图预测周期的拐点，希望能够先人一步发掘出可以建仓或者平仓的周期性股票。因为周期性股票的市盈率很低时，通常表明市场投资大众已经开始认为繁荣期结束了。而这时候恰恰不是一个买入周期性股票的好时机。虽然高市盈率表明其他股票并非善类，但是对于周期类股票而言却并非坏事，这表明周期性公司可能要随着经济走向繁荣期了。林奇认为投资这类公司也要在自己的能力范围之内，要对周期类的企业经营特征进行深入了解后才能进行这类投资。每当经济萧条时，林奇就会注意这类型的股票，只要这类公司处在良好的资产负债情况，那么林奇就会考虑买进这家公司的股票。

我们来看看林奇在此类股票上操作的实际案例。这里我们选择了两个案例，一个是一家金属冶炼公司，另外一个案例则是大名鼎鼎的通用汽车。F. 道奇公司是一家铜冶炼为主的公司，当林奇注意到这家公司时，美国的环保法规和管制措施使得很多铜冶炼企业关闭，但是当时的美国经济已经表现出了对铜短缺的极大关注。虽然，美国经济当时处在一个平稳期，短期内对铜的需求量较少，但是世界范围内的经济发展对于铜的需求却是在持续猛增。同时，铜是一种较铝更为稀缺的工业原料，有人称铜是最好的经济学家，因为铜对于经济非常重要，与原油一样并称为现代工业经济的基础。更为重要的是当时全世界范围内的电话普及趋势使得对铜的需求暴增。当时该公司的股价从 1990 年的 39 美元跌到了 1991 年的 26 美元，其每股盈余由 6.5 美元下降到了 3.9 美元。林奇认为这些股价都不是问题的关键，对于周期性企业而言，其前景一方面取决于经济繁荣是否能够尽快到来，另一方面取决于公司的资产负债状况是否良好。后者对林奇的选择具有决定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的意义。

在该公司的资产负债表中，林奇发现该公司的股东权益为 16.8 亿美元，而负债仅仅有 3.18 亿美元，这说明这家公司的资产负债结构良好，完全能够帮助其度过经济萧条。另外，该公司的其他一些业务在经济萧条期仍然为公司带来了不错的收益，这使得该公司度过寒冬的资粮更加充足。

另外林奇查看了该公司年报中关于资本支出的数据，1990 年该公司支出了大约 2.9 亿美元在厂房和设备方面，不到现金流的二分之一，这表明该公司的自由现金流相当充裕，而这是一个公司能够很好应付危机的表现。林奇发觉这家公司的股价与铜价密切相关，而此时铜价因为经济萧条而处在低点，但是经济迟早会有复苏的一天，一旦经济复苏，铜价就会上涨，而该公司的股价也就会跟着上涨。林奇因此坚定地持有这家公司的股票。

巴菲特不太愿意去碰汽车这样的行业，因为这些行业看来不具有市场性专利，但是林奇却认为像汽车这样的行业似乎是周期性投资的上乘之选。林奇讽刺那些证券研究机构将汽车股看作蓝筹股，因为它们并不是低速或者稳定成长型的公司，而是周期型的公司。20 世纪 80 年代，美国轿车和卡车的销售量下了近 35%，但是林奇却从中看到了反转的希望，一是汽车年检将使得汽车销售额上升，二是汽车信贷由 36 个月延长到 60 个月，而这增加了潜在的消费能力。林奇估算出 1980 年到 1983 年的 4 年中，由于经济不景气而减少的汽车消费数目在 700 万辆左右。所以，林奇估计在经济复苏后，汽车的消费将至少上升这个数目。当时通用公司的子公司都运行得不错，林奇估计只要经济好转，通用汽车的销售状况会变得更好。最终，林奇决定介入该股。

根据林奇对周期性行业的看法和操作记录，我们可以得出一些有益于操作的结论。首先这类公司都是有形资产占公司价值较多，而固定成本极高的那类企业，所以这些公司容易受到经济周期的影响，因为他们不太容易增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，也不太容易减产，消费支出的变化速度要快于这些企业调整其生产规模的速度。这些企业必须具备良好的资产负债结构，过多的债务使得这类企业难以在利率上调、利息支出加重时维持正常经营。再者，这个类型的公司通常具多元化的特征和倾向，通过经营其他业务和为主业务的销售提供信贷，这类企业可以平滑生产的周期波动。这些公司通常可以依靠的壁垒是较大的规模带来的优势，因为其产品很难产生品牌溢价和市场性专利。这类公司中的佼佼者往往也是那些在经济低迷时能够正常经营下去的企业，低成本而负债少的这类公司是周期性投资的首选。这类公司的子公司通常需要仔细研究，因为其中可能存在格雷厄姆所言的隐藏价值。

对于这类公司，我们要注意三个可能出现的关键问题。第一，负债相对于股东权益过高，这会拖累企业在销售淡季的表现，甚至影响企业在恶劣经济条件下的生存能力；第二，管理层进行了麻烦的并购活动，进行并购本来是为了实现扩展，但是却很容易使得公司增长更加缓慢；第三，通过放松支付条件和削价来提高市场份额，这样做往往使得行业生态更加恶劣，从而在中长期内降低企业的表现。

林奇对于这类企业的投资手法已经为很多投资机构所熟悉，并且得到大规模的运用。所以，这要求投资者更具前瞻性才行，否则就会大大落后于基金减仓时间，从而在一个更高的位置上买入。

由上面的例子，我们可以看到周期性行业股票走势与经济周期的关系非常密切，我们需要结合经济周期和投资周期来分析这些行业和公司的前景。同时，我们也要看到，其他行业的公司仍然会受到各种周期的影响。这既包括经济周期的自然变迁，也包括政策变动引起的行业周期变化，特别是后者，作为中国股市的投资者，必须高度重视。

总之，买周期性股票时，要三低一高时才能买入——低经济景气度，低行业景气度，低市净率，高市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抄底与逃顶的能力

巴菲特是抄底与逃顶的高手。1969年由于股市的泡沫巨大，他解散了所有带客理财的客户，理由是："现在市场上已没有我能买的股票了。"他卖完所有股票的一年半后，股票市场的泡沫破裂，他又等了两年半，共4年的时间，没有参与股票买卖。那是一次完美的逃顶。

还有，2003年4月1日，一件陈年往事从香港传出，引发股市的上涨。股神巴菲特买了中石油的股票，持股达到6.31%。此前的一年多内，伯克希尔公司共斥资十几亿港币，悄无声息地蚕食11.09亿股中石油股份。倘若不是因为香港证监会主席对香港股市实施的改革，世人还不知道何时才能得知那件许久以前发生的陈年往事。

石油股是强周期类的股票，而巴菲特对中石油的投资4年赚了7倍。2000年中石油登陆香港股市，每股发行价格只有1.27港元，上市不久便跌破发行价，最低一度跌至1.10港元。然而就是这样一只在当时看来非常"垃圾"的股票吸引了股神巴菲特的注意。2003年，巴菲特在仔细研究了中石油年报之后出手，在1.10港元到1.20港元之间的价格陆续买进11.09亿股中石油H股；随后又以1.61港元至1.67港元不等的价格增持8.58亿股中石油H股，持股量增至23.48亿股，成为仅次于英国石油公司的中石油第三大股东。7年时间里，中石油H股的股价稳步攀升，在2007年6月底达到11.49港元。据不完全统计，4年时间里仅中石油一项投资就为巴菲特取得了超过7倍的收益。

然而正当中石油回归A股呼之欲出，H股应声上涨之际，7月12日，巴菲特以每股平均价格12.441港元出售了1690万股中石油的股票；8月29日，巴菲特再次减持中石油9265.8万股，每股平均价11.473港元；9月6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，巴菲特再度减持2800.4万股中石油，每股平均价11.47港元。三次合计回笼资金约16亿港元，持股比例则由11.05%降至8.93%。9月24日，中石油A股顺利过会。次日巴菲特便再度出手，大幅减持中石油2.205亿股，涉资高达28.22亿港元。这是他从7月份以来的第6次减持，也是最大规模的一次。至此巴菲特共抛售了近4.7亿股中石油，套现高达57.2亿港元，他的持股比例已锐减至5.44%。但也就在他这次减持到中石油登陆A股的短短26天内，中石油股价出现快速拉升，从14元附近一度达到20.22元，累计上涨达到25.93%！当时有人曾讥笑巴菲特犯了“低级错误”，指出巴菲特的“三大失误”：没有预测到石油价格未来必将新高不断，没有预测到中石油产能的爆发性增长，没有预测到中石油作为大蓝筹回归A股势在必行。

然而这一次，巴菲特在中国人的家门口又表演了一次完美的抄底逃顶。

无论是巴菲特，还是索罗斯，都是寻找一个靠近反转的临界点，也就是一个远离价值中枢的反转区间，虽然他们不太会明确地指出反转的精确价格和时间，但是他们知道在进场的位置附近，反转早晚是要发生的。

首先，根据一些基本面分析大师的统计，道琼斯工业指数成分股的平均股息水平对于市场底部具有重要的预测价值。这个方法是考察股息率，所谓的股息率等于每股分红除以股票价格。根据几十年来的统计，当道·琼斯工业指数成分股的平均股息率低于3%的时候，就表明整个股市的高点来临了。虽然原则在长期内基本没有出现过失误时，是在上个世纪80年代和90年代，股息率水平处于很低的状态，但股市在短期内却没有出现下跌，大盘仍旧火热上涨。很多价值投资大师认为股息率是衡量企业内在价值的一个重要指标，不过现在很多公司并不分红，因此可以用市盈率的倒数，也就是每股盈利除以股价来代替股息率。

在历史上，凡是道·琼斯成分股的股息率超过6%，那么市场的底部也就来临了，像格雷厄姆、巴菲特以及彼得·林奇这样的投资大师一般就是在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个位置附近建仓，当然他们主要是查看市盈率水平，这与查看股息率近似。由于现在的股票分红很少，而且处在一个高科技股泛滥的年代，所以股息率3%并不能作为判断市场顶部的标准，但是股息率高于6%则可以作为一个判断底部的参考点。通过对美国过去100年股票交易历史的总结，通常当市场整体的平均股息率高于6%时，这表明最好的买进机会已经到来。虽然，股市现在很可能在不到6%的地方就出现了反转，然后大幅度上涨，但是如果你越是在接近6%的地方进场，则你买入的价格应该越低，安全空间也越大。

股息率之所以会影响股票的涨跌，最为关键的因素有两点：第一，股息率和债券利率，乃至存款利率的差值是决定资金流向的一个关键，股票上的收益越高，则资金越要流往股市，这就会抬升股价；第二，长期政府债券的收益率越低，则大量的资金就越会流出，社会上过多的资金就会哄抬包括股票在内的各种资产价格。从上面这两条来看，资产收益率是决定资产价格的关键，股息率高表明股票的收益高，所以股票就有上涨动力；而债券收益率高，则债券就有上涨动力。因此要了解股票和债券的价格动向，最为重要的是明白两者之间的利差。无论是林奇还是巴菲特都非常注重通胀对于股票和债券收益率的影响，这表明即使巴菲特申明不关心公司以外的因素，其实他仍旧关心那些会影响到企业长期经营的关键宏观因素。

资金是有限的，所以资金总是追逐那些收益高的资产，股票和债券作为主要的两种变现容易的资产，两者肯定是竞争关系，好比跷跷板。正因为这样，美国乃至世界各国的金融投资者都非常关注作为债券定价基础的联邦基准利率。为了制定出合适的基准利率，美国的中央银行——美联储发展出了一套标准用以判断恰当的货币政策。这个模型是这样的：用未来12个月的每股营运利润的一致性预测值除以10年国债利率（所谓的一致性预测值就是分析师或者预测机构给出的多个预测值的平均值），然后用这个商减去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100。从美国股市历史来看，当这个指数高于20时，代表市场处于顶部附近，当这个指数低于-10时，代表市场处于底部附近。根据这个模型我们似乎应该关注10年国债的利率，这个中长期利率反映了通胀预期，所以恰如其分地将巴菲特和林奇担心的通胀因素考虑进来了。通过这个模型，我们可以推断出美联储的动向，这就为判断股票和债券收益差变动提供了依据，而这个收益差决定了两者的涨跌。毕竟逐利是人类的本性，任何资产之间收益差的显著和持续变动都会改变资产价格的趋势。

在市场顶部和底部的形成中，资金是最为直接的因素，有些投资者认为市场情绪是最为主要的因素，其实情绪要转化为市场价格运动，必须是作用于手中握有资金的人，一个情绪激动的散户比不过一个情绪稍微波动的基金经理所产生的影响。在股市中，资金就是燃料，就是奶水，那么谁是握有大资金的主体呢？在美国市场，林奇发现了如下股市“燃料”的提供者。

首先是大的基金特别是共同基金，这些基金握有大量的资金，其规模令一般私人基金和个人投资者难以望其项背，他们的动向无疑对股市有很大的影响，所以林奇的反向操作中总是利用这些基金的非理性行为来寻找价值投资机会。

其次是个人投资者，这类投资者的动向一般可以很好表明股市的方向，当一些平时根本不会接触金融投资的人群都开始热衷于股票投资时，股市就陷入了狂热中，这时候也是市场到顶的一个标志。当个人投资者开始利用大量亲戚借贷和券商融资时，股市上涨的燃料可能就要被耗尽了。

根据一些基本面分析大师的看法，在美国共同基金手中掌握的现金量是股市前景的一个很好指标，当这些巨无霸手头握有大量现金时，股市就在一个接近底部的好位置，而林奇等投资大师此时已经开始积极建仓了。根据统计，当共同基金的现金头寸超过10%的时候，往往是最好的买进机会。这个指标可以在《巴伦》上找到，这是一个以月为单位更新的指标，对于价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资而言具有很好的指示作用。林奇等价值投资大师非常注意结合这一指标来判断价值投资机会是否大量出现。

除了上述可以用于分析市场状况的指标，融资比率也能起到显著的提示作用。作为价值投资者，经常是充当一个理性的反向操作者，人弃我取是价值投资的外在形式，观察散户的动向往往可以瞧见市场是否处在疯狂和恐慌，这是很多价值投资者规避市场风险、抓住市场机会的不言秘诀。在美国，券商可以为投资者提供融资，也就是说投资者可以借钱交易。对于借钱投资，巴菲特和林奇都持负面态度，中国富豪李嘉诚则更是反对这一做法。借钱交易好比提高了交易杠杆，如果投资者正确地操作了投资方向，则借钱可以扩大利润；如果投资者错误地操作了投资方向，则利用融资交易无疑放大了损失。市场因为更多的资金流入而高涨，因为资金流入放缓而放慢上涨的速度，最后由于资金流入的停滞和下降而调整和下跌。在牛市的疯狂中，融资在不断增加，当融资额度达到上限时，资金无法继续大量流入，非理性的繁荣也就见顶了。而在那些熊市中，融资额却非常少，因为很多人即使持有大量现金也不愿意购买股票，因为他们看淡股市。这无疑会使价格出现远远低于价值的现象，而价值投资者的机会也来临了。通过观察融资额，价值投资者可以观察市场的情绪，正是市场的两极情绪引发了价格偏离价值的运动，而这种偏离运动为价值投资提供了机会。

股价上涨的同时，持股者的资产价值也在上涨，这促使投资者有能力融资，同时也愿意融资，融资是股价上涨的引擎之一，根据一些金融专家的统计，当融资额较前年增加45%时，股市泡沫就处在极其危险的境地。相反情况下，当融资额下降到一个非常低的水平并保持稳定时，这表明股市的融资能力出现了极大的空间，而投资者对后市悲观到了极点，这时候的融资额年底变化一般为-20%，林奇等价值投资者大显身手的机会又来了。

从融资角度我们可以洞察市场的情绪，而情绪无疑是投机和投资一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显著的区别。情绪推动了投机，而投机使得价格总是远离价值，但是由于情绪本身的不稳定性，以及资金是有限的，所以总会自动崩溃，这就是索罗斯说的自我修正。在股市中，情绪的指标有很多种，比如新开户数、融资额，但是最为直接的风向标是分析师和经纪人的言论，这些言论能够极大地体现市场情绪。在每个市场的底部几乎所有人都全体看空，当所有空头都进场后，市场就缺乏继续下跌的动力，所以少许买方力量就能推动市场上涨。股市的好坏在投资者看来是比较固定的，但是在投机者看来则是变化无常的。投机者总是为市场和人群所鼓动，总是认为市场无论在长期还是短期都是非理性的；而投资者则认为市场虽然在短期内是非理性的，但是在长期则是理性的，他们往往利用市场短期的不理性来进场。

很多为巴菲特立传的人都忽视了巴菲特的跨市场投资，巴菲特并非只关注股票，他还关注债券、外汇和贵金属市场，而且他对通胀以及国际收支具有常人无法企及的洞察力。而索罗斯则更是将价值投资运用于各类金融资产，除了股票还有外汇、债券、贵金属、期货等。林奇应该是价值投资中集中于股票投资的典范。市场间的联动对于股票市场也有很深的影响，约翰·墨菲是第一个明确提出市场间分析的大师，他撰写了专门的市场间分析书籍。市场间的联动往往可以指出股市的大致位置，这也是价值投资者寻求进场时机和位置的一个有效风向标。就债券和股票的关系而言，这是所有金融市场中最为重要的一个分析范畴。利率上升，则债券价格下跌，股票也下跌。之所以会发生这样的情况主要原因在于利率上升，企业必须先交付利息，然后才会发放红利；另外，利率上升使得股票的相对收益下降。债券价格一般会在股市见底之前几周到几个月就到底了。如果利率见顶，则债券价格开始上涨，不久之后股票应该跟着上涨。通过追踪债券价格，价值投资者可以找到好的时机购买那些质量不错的公司。

通过以上介绍，我们可以看到，投资大师们在他们的投资生涯中，秉承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资基本原则的基础上，也在依靠各种指标或者方法以寻找和把握市场的趋势。而价值投资者依据趋势的抄底逃顶行为，不同于一般技术派口中的波段操作，抄底抄的是大底，逃顶逃的也是大顶。在确定一轮大的趋势之后，投资或者股票的买卖操作仍然是依据价值分析的方法来展开，依然要回到基本面和对优秀公司的选择上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　股市三大周期规律

牛熊转换规律

我们都观察到了，不论股市还是整体经济都不可能一直向上，或者一直向下。上升久了，就会迎来下降；下降久了，也会迎来上升。这种生活中的观察提炼成规律就是：经济总是以周期波动的形式发展。这就引出了经济周期与股市周期的问题。成功的投资离不开对经济周期和股市周期的把握。

经济周期（Business cycle）也称商业周期、景气循环，它是指经济运行中周期性出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象。是国民总产出、总收入和总就业的波动，是国民收入或总体经济活动扩张与紧缩的交替或周期性波动变化。它分为繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段，或者衰退、谷底、扩张和顶峰四个阶段。

如图 4-1 所示，经济周期的四个阶段总是交替出现，但是经济周期并不意味着经济的发展是原地打转。经济虽然以周期的形式运动，但是却不断向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上发展，每轮周期过去，经济不会简单地回到原有水平，而会在一个更高的水平上开始一轮新的周期。一般而言，宏观经济波动的公认周期在 2~8 年左右

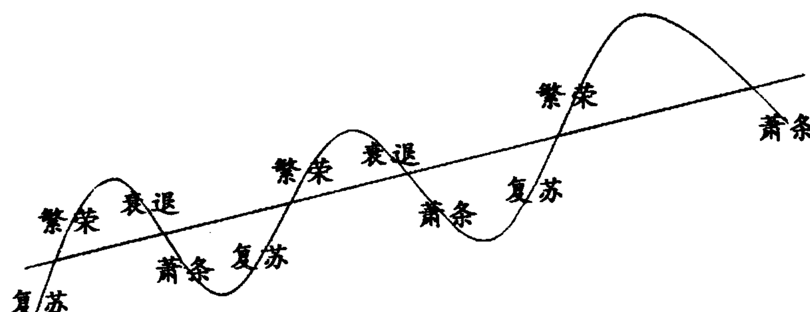


图 4-1

对于经济周期形成的原因，有多种介绍，主要分为以下几种：

太阳黑子理论

太阳黑子的周期性变化会影响气候的周期变化，而这又会影响农业收成，而农业收成的丰歉又会影响整个经济。太阳黑子的出现是有规律的，大约每十年左右出现一次，因而经济周期大约也是每十年一次。该理论由英国经济学家杰文斯(W.S. Jevons)提出。该理论对农业生产占经济比重较大的国家地区有一定适用性。

纯货币理论

该理论主要由英国经济学家霍特里（R.Hawtrey）在 1913-1933 年的一系列著作中提出的。纯货币理论认为货币供应量和货币流通度直接决定了名义国民收入的波动，而且极端地认为，经济波动完全是由于银行体系交替地扩张和紧缩信用所造成的，尤其以短期利率起着重要的作用。现代货币主义者在分析经济的周期性波动时，几乎一脉相承地接受了霍特里的观点。但应该明确肯定的是，把经济周期性循环唯一地归结为货币信用扩张与收缩是欠妥的。

投资过度理论

投资过度理论把经济的周期性循环归因于投资过度。由于投资过多，与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费品生产相对比，资本品生产发展过快。资本品生产的过度发展促使经济进入繁荣阶段，但资本品过度生产从而导致的过剩又会促进经济进入萧条阶段。

消费不足理论

消费不足理论的出现较为久远。早期有西斯蒙第和马尔萨斯，近代则以霍布森为代表。该理论把经济的衰退归因于消费品的需求赶不上社会对消费品生产的增长。这种不足又源于国民收入分配不公所造成的过度储蓄。该理论一个很大的缺陷是，它只解释了经济周期危机产生的原因，而未说明其他三个阶段。因而在周期理论中，并不占有重要位置。

心理理论

心理理论和投资过度理论是紧密相联的。该理论认为经济的循环周期取决于投资，而投资大小主要取决于业主对未来的预期。而预期却是一种心理现象，心理现象又具有不确定性的特点。因此，经济波动的最终原因取决于人们对未来的预期。当预期乐观时，增加投资，经济步入复苏与繁荣，当预期悲观时，减少投资，经济则陷入衰退与萧条。随着人们情绪的变化，经济也就周期性地发生波动。

这些理论都能解释经济周期的部分原因，也能对经济周期的运行做出一定的预测。我们倾向于将经济周期理解为投资的一种背景条件，不去深究其复杂的成因，只要做到利用经济周期获利就可以了。

从最近改革开放 30 年的历史数据来看，我国经济波动呈现三角形整理形态，经济波动是越来越小，说明我国政府对宏观经济的调控越来越成熟。从经济波动周期来看，我国存在一个平均 7.5 年左右的经济周期，1990 年是谷底，1992 年达到高峰，然后 1999 年达到谷底，然后 2007 年达到高峰。见图 4-2。

从历史上看，二战以来每次大的金融危机或经济危机，在危机爆发初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，总是伴随着大宗商品价格的大幅下跌，而此时股票也跟着大跌。但是长远来看，在经历大幅下跌、调整企稳之后，大宗商品的价格走势依然会步入上涨阶段。商品价格是由宏观经济和需求所决定的，经济衰退的忧虑极大地影响了消费者的需求，请看图 4–3，这是 CRB 指数与历次经济危机分析图。

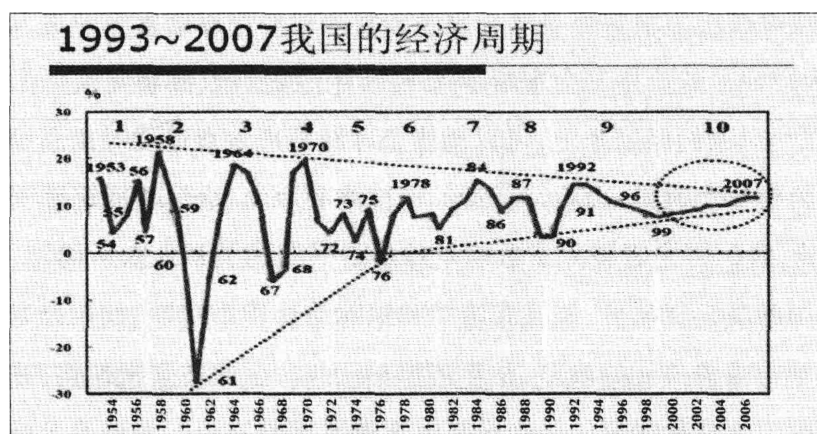


图 4-2



图 4-3

从上图中可以看出，CRB 指数在危机爆发后快速下跌，经过调整企稳后，又会重新步入上升阶段，并且 CRB 指数每次调整的低点在提高。这是为什么呢？实际上，二战后每次爆发危机，各国政府总是采取积极的财政政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和相对宽松的货币政策，向市场注入足够多的流动性。但与之相对的，物质生产总是有限的，必然会造成商品价格的上涨。这是经济发展中的长期趋势。这次次贷危机引起的金融风暴对商品价格的影响也不例外。金融危机蔓延至实体经济，引起商品价格的连续大跌。在经济经历萧条阶段后，大宗商品可能会在低位震荡甚至是宽幅震荡，在全球经济逐渐复苏并进入高涨阶段后，大宗商品的价格又会重新步入下一个上涨阶段，那将是又一个商品牛市的开始。对我们国家来讲，可以抓住全球经济进入衰退期时商品价格处于相对低位的有利时机，以相对低廉的价格购买原油、金属等战略性资源。

接着，我们再来看美元指数与全球经济周期的关系。众所周知，美元除了是美国的法定货币外，还具有浓厚的国际结算货币特性。长期以来由于美国一直奉行强势美元的政策，早年还将美元与黄金储备紧密挂钩，并且强大的美国国力使这种紧密的挂钩没有出现过明显的波动。由于美元稳定的高含金量，美元在全球产生了高信誉，全球各国逐渐将美元作为国际间商品结算货币，并得到了较普遍的认同。使这单一国家货币成为了国际结算货币。美元也就具有了美国国家货币和国际结算货币的双重身份，有别于其他国家货币。每当美国需要对国内经济进行货币调控时，必将对国际经济产生重大影响。当然全球经济对(美元)国际货币需求产生变化时，也将对美国国内经济产生更大的影响。 这就是一场货币战争。

如果美国由于种种原因(也可是人为的原因)增加发行美元，美元区会出现货币贬值物价上涨。如果汇率不变，美国人就可以用它的花花纸（美元)到全世界找愿意要美元的人买回更多的实物。而你拿美元去美国买东西的时候会因为美国的通货膨胀(货币贬值，物价上涨)而买回的东西就没原来的多了。这造成美元流出美国，物资流进美国。原来持有美元的人就财富缩水了。如果汇率调整其他货币升值，就可以控制美元到非美元区购物保持原来的数量，相当于商品对美元涨价了。在这个变化期可能由于各贸易国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率调整不一致，导致出口量的变化，对出口实体产生有利或不利的影响。由于原有的美元缩水，美元区的购买力下降，总体需求下降了，对出口不利。

需要特别强调的是每当美元进入底部震荡区间，总有全球金融危机或者美国之外的国家（特别是新兴市场）出现经济泡沫破裂的情况。我们来看看最近几十年美元指数处于阶段性底部引发的全球经济动荡吧：1974 年到 1975 年的全球性金融危机起源于布雷顿森林体系崩溃、美国极度宽松的货币政策和石油危机导致欧洲美元市场暴涨。崩盘的主要部门是股票、房地产投资信托基金、商业地产。1979 年到 1982 年的全球性金融危机起源于美国极度宽松的货币政策和石油美元滚滚流入第三世界国家。崩盘的主要国家包括墨西哥、巴西、阿根廷，灾难波及世界众多国家。1985 年到 1987 年的美国金融危机起源于强势美元政策诱使投机资金流回美国，触发美国房地产和股市疯涨。崩盘的主要领域自然是房地产、股市和金融体系，以 1987 年 10 月 19 日的股市暴跌为标志。1990 年到 1992 年的日本金融危机起源于 1985 年《广场协议》，美国强迫日元持续大幅度升值，导致日本经济体系的惊天大泡沫。崩盘的主要领域是股市和房地产，股市跌幅超过 70%，房地产跌幅超过 50%，灾难很快蔓延至银行金融和整个经济体系，日本经济陷入长期衰退。1992 年到 1993 年的欧洲汇率机制（ERM）危机，起源于浮动汇率动荡和美元相对欧洲各国货币以及英镑的持续弱势。国际投机热钱（主要是对冲基金）肆意攻击英镑和欧洲货币，导致英镑和里拉汇率崩溃，被迫退出欧洲汇率机制。1994 年到 1995 年的墨西哥金融危机起源于墨西哥盲目的金融市场自由化（依照“华盛顿共识”的指示办事），大量热钱流入墨西哥和其他发展中国家，造成投机资产价格泡沫。1997 年到 1998 年的亚洲金融危机和俄罗斯债务危机起源于亚洲各国的盲目金融市场自由化、放松资本账户管理、弱势美元诱发投机热钱大量流入亚洲和俄罗斯。1996 年起，弱势美元政策结束，投机热钱迅速流出亚洲各国，资产价格泡沫破灭。2000 年到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年全球互联网泡沫破灭导致信用市场急剧萎缩，起源于 1996 年开始的强势美元周期，其导致大量国际资金流回美国参与股市和其他资产投机。2007 年到 2009 年的全球金融危机又称世界金融危机、次贷危机、信用危机，是一场在 2007 年 8 月 9 日开始浮现的金融危机。自美国次级房屋信贷危机爆发后，投资者开始对抵押证券的价值失去信心，引发流动性危机。即使多国中央银行多次向金融市场注入巨额资金，也无法阻止这场金融危机的爆发。直到 2008 年 9 月，这场金融危机开始失控，并导致多家大型金融机构倒闭或被政府接管。

我们谈了大宗商品和全球经济的关系，也谈了美元走势和全球经济的关系，最后我们简单地介绍大宗商品和美元的关系。在统计学上，美元和大宗商品价格存在负相关关系。大宗商品可以理解为一种能与美元交换的货币，当人们担忧需求萎缩而抛售商品换回美元的时候，美元的需求增加促使其升值；当人们积极以美元换回商品的时候，美元供给的增加加大了贬值的压力。美元作为世界贸易往来中最重要的货币，相对其他货币的价格波动对整个世界经济体系和行业景气产生着重大的影响。

股票、现金、大宗商品、债券轮动规律

巴菲特说过："当你身边所有人都赚钱的时候，你要当心了，因为一场盛宴总会结束，最终是有人买单的。"如果不想被留下来买单，就必须懂得投资周期的重要。

图 4-4 是一种被称为"美林投资钟"的投资周期分析工具。

2004 年，美林证券曾根据 1973 年 4 月至 2004 年 7 月美国完整的超过 30 年的资产和行业回报率数据提出了投资时钟概念——将经济周期分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段，每一个阶段都由经济增长和通胀的变动方向来唯一确定；同时每一阶段都对应某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品或现金。

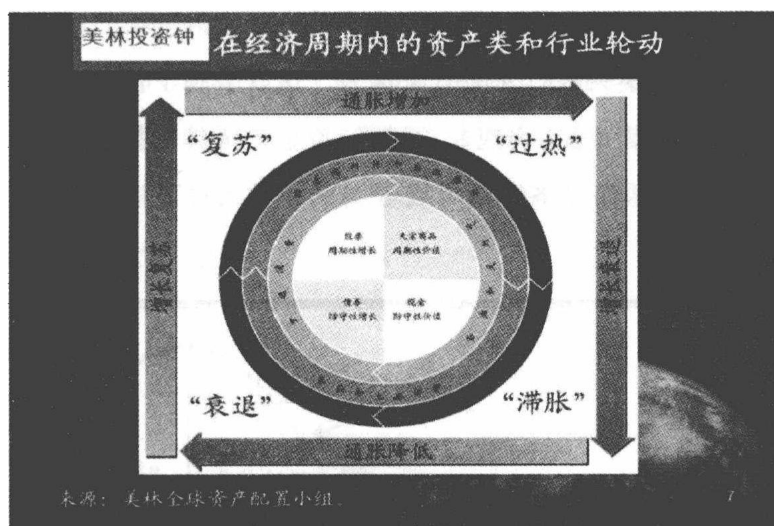


图 4-4

衰退期 经济增长停滞。超额的生产能力和下跌的大宗商品价格驱使通胀率更低。企业赢利微弱并且实际收益率下降。中央银行削减短期利率以刺激经济回复到可持续增长路径，进而导致收益率曲线急剧下行。债券是这个时期的最佳投资选择。

复苏期 舒缓的政策起到了作用，GDP 增长率加速，并处于潜能之上。然而，通胀率继续下跌，因为空置的生产能力还未耗尽，周期性的生产能力扩充也变得强劲。企业赢利大幅上升，债券的收益率仍处于低位，但中央银行仍保持宽松政策。这个阶段是股权投资者的"黄金时期"，股票是最佳选择。

过热阶段 企业生产能力增长减慢，开始面临产能约束，通胀抬头，中央银行加息以求将经济拉回到可持续的增长路径上来，此时的 GDP 增长率仍坚定地处于潜能之上。收益率曲线上行并变得平缓。债券的表现非常糟糕。股票的投资回报率取决于强劲的利润增长与估值评级不断下降的权衡比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较，大宗商品是最佳投资选择。

滞涨阶段 GDP 的增长率降到潜能之下，但通胀却继续上升。通常这种情况部分原因归于石油危机。产量下降，企业也为了保持盈利而提高产品价格，导致工资、价格螺旋上涨。只有失业率的大幅上升才能打破僵局。只有等通胀过了顶峰，中央银行才能有所作为，这就限制了债券市场的回暖步伐。企业的盈利恶化，股票表现非常糟糕，现金是最佳选择。

美林投资钟揭示的经济周期与投资周期的关系也可以用图 4-5 形象表示。

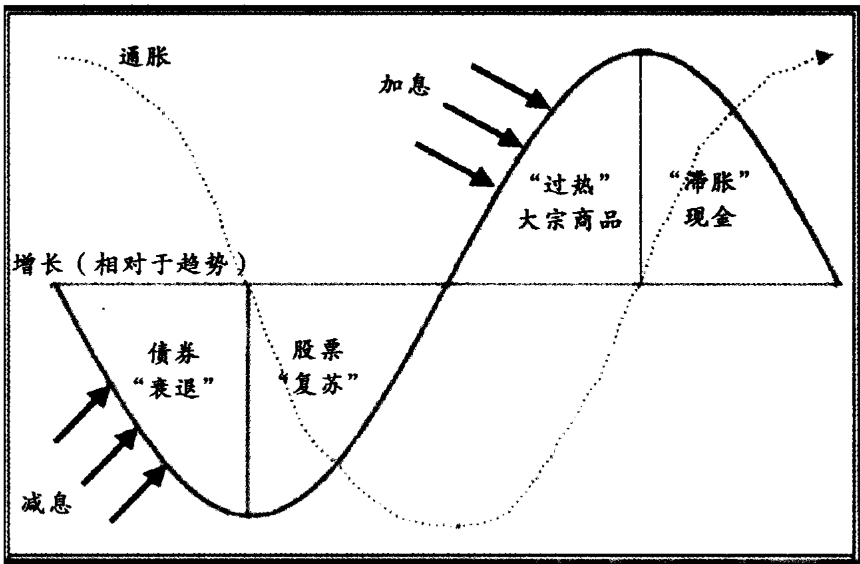


图 4-5

从长期看，经济增长取决于生产要素的可获得性、劳动力、资本和生产能力的提高。从短期看，经济经常偏离可持续的增长路径。政策制定者的工作就是要使其回复到可持续增长路径上来。在潜能之下的经济增长会使经济面临通货紧缩的压力并最终变为紧缩；另一方面，经济增长持续保持在潜能之上会导致破坏性的通胀。

那么，经济的阶段性拐点何时到来？金融市场一贯地将增长率的短期偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离误以为是其长期趋势的改变。结果，在经济偏离的极限处，当政府的“矫正”政策就要起作用时，资产往往被错误定价。投资者正确地识别拐点，可以通过改变资产配置而盈利。但前几年的情况套用该理论会出现错误。例如，许多投资者凭着对美国经济持续增长和科技股公司从“新纪元”中受益最多的判断，在1999年底买入了昂贵的科技股。然而，美联储对抗正在轻微上升的通胀的紧缩性政策已经在起作用。这轮周期在2000年初达到顶峰，接着科技股泡沫破灭。随后的下跌推动了激进的美联储从债券和住宅房地产市场中追逐巨大利益。

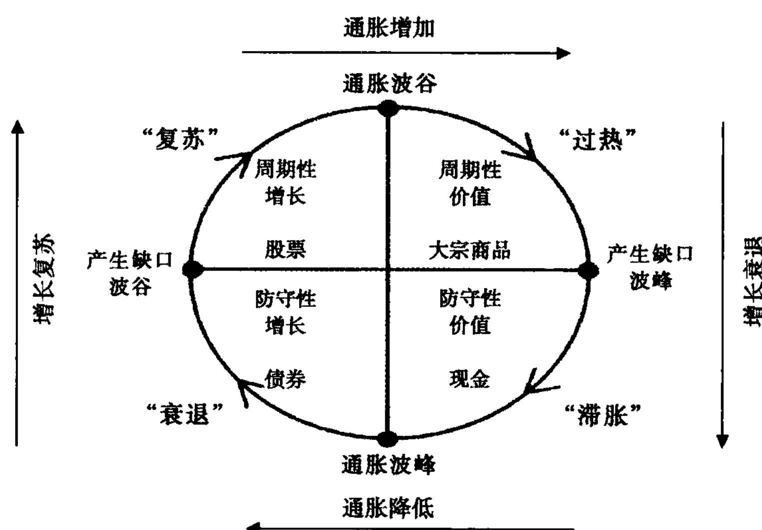


图 4-6

对于投资者而言，如何使用“美林投资钟”呢？美林在超过30年的数据统计分析中，发现了投资时钟，根据经济增长和通胀状况，美林的投资钟将经济周期划分为四个不同的阶段。在每个阶段，图中标识的资产类和行业的表现倾向于超过大市，而处于对立位置的资产类及行业的收益会低过大市。

从投资钟上看，一个经典的繁荣－萧条周期始于左下方，沿顺时针方向循环。我们把投资钟画为圆圈的一个优点是：可以分别考虑增长率和通胀率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变动的影响。经济增长率指向南北方向，通胀率指向东西方向。当经济受到海外因素影响或受到冲击时，如“9·11”事件，投资钟不再简单地按照顺时针方向变换阶段，投资钟的这种画法可以帮助我们预测市场的变动。

投资钟可以帮助我们制定行业投资战略，例如当经济增长加快（北），股票和大宗商品表现好，见图 4-7。周期性行业，如：高科技股或钢铁股表现超过大市。当经济增长放缓（南），债券、现金及防守性投资组合表现超过大市，见图 4-8。当通胀率下降（西），折现率下降，金融资产表现好。投资者购买久期长的成长型股票，见图 4-9。当通胀率上升（东），实体资产如：大宗商品和现金表现好，见图 4-10。估值波动小而且久期短的价值型股票表现超出大市。一些行业的表现与标的资产的价格走势相关联。保险类股票和投资银行类股票往往对债券或股权价格敏感，在衰退或复苏阶段中表现得好。矿业股对金属价格敏感，在过热阶段中表现得好。石油与天然气股对石油价格敏感，在滞胀阶段中表现超过大市。

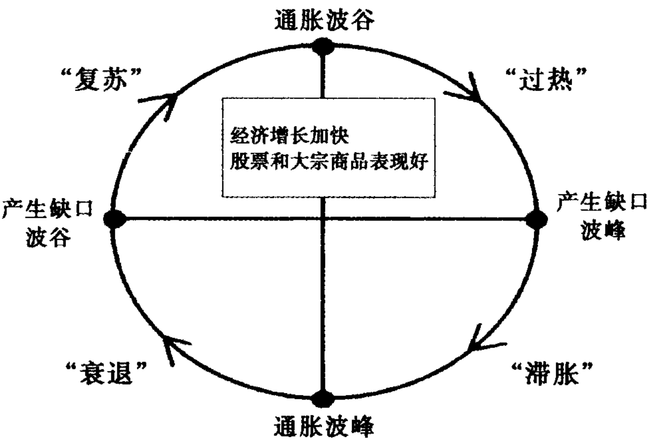


图 4-7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

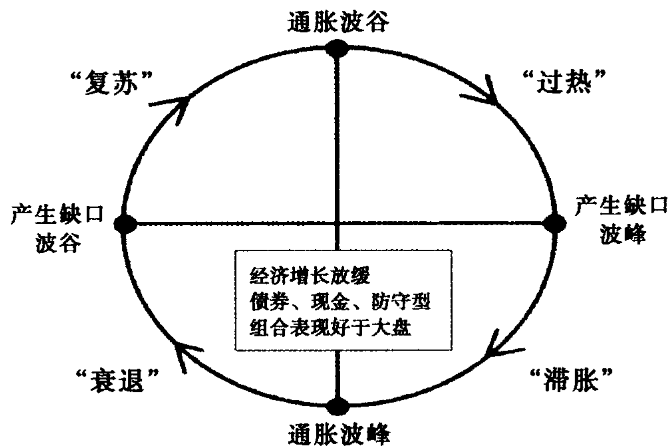


图 4-8

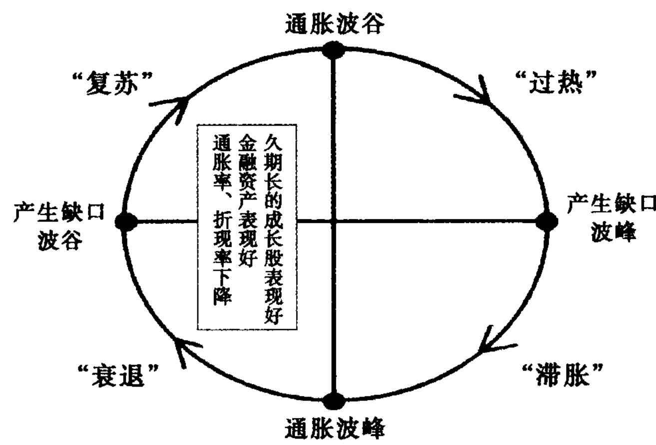


图 4-9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

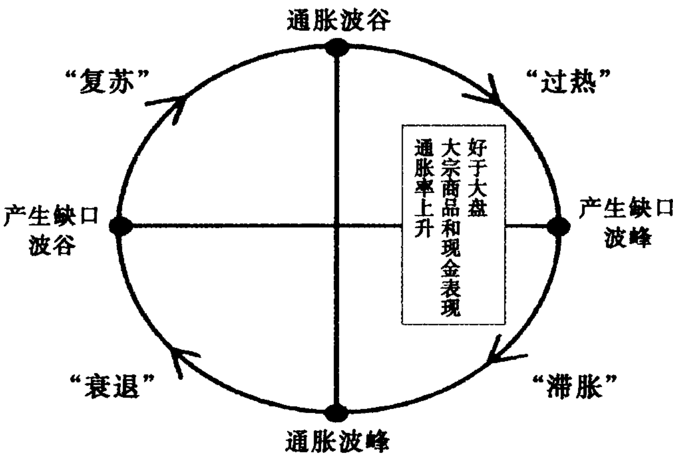


图 4-10

另外，投资钟对立位置的资产类和行业板块也是有意义的，可以用来做配对交易。例如在过热阶段，我们应该做多大宗商品和工业股，位于对立面的是衰退阶段，所以我们应该同时做空债券和金融股。

美林投资钟将经济周期的四个阶段与资产和行业轮动相关联，并与债券的收益率曲线联系起来。该模型使得投资策略主要取决于经济增长和通胀所处的阶段。

表 4-1 是美国 1973 年至 2004 年"美林投资钟"经济周期四阶段的分布数据。

表 4-1

阶段	总计（月数）	总计（年数）	频率（%）	平均持续时间（月数）
Ⅰ"衰退"	58	4.8	15%	19.0
Ⅱ"复苏"	131	10.9	35%	21.8
Ⅲ"过热"	100	8.3	27%	20.0
Ⅳ"滞胀"	86	7.2	23%	17.2
	375	31.3	100%	19.5

在这段测试时期内观测到的各类投资品收益情况符合我们之前的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析，见表 4-2。

表 4-2

阶段	债券	股票	大宗商品	现金
Ⅰ “衰退”	9.8	6.4	−11.9	3.3
Ⅱ “复苏”	7.0	19.9	−7.9	2.1
Ⅲ “过热”	0.2	6.0	19.7	1.2
Ⅳ “滞胀”	−1.9	−11.7	28.6	−0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

每个阶段的实际收益率结果与美林投资钟模型的预期是一致的。

衰退期 债券是最佳选择。债券的实际回报率达到了 9.8%，远远超过其 3.5%的长期回报率。处于投资钟对立位置的大宗商品表现最糟糕。

复苏期 股票是最佳选择，相比其长期 6.1%的平均回报率，每年实际收益率达到了 19.9%。现金回报率很糟糕。大宗商品的投资回报率是负值，但这主要归因于油价下跌。

过热期 大宗商品时最佳选择，相比他长期 5.8%的平均回报率，每年的实际收益率为 19.75%，债券表现最糟糕。

滞涨期 现金是一堆糟糕资产中的最佳选择，平均实际回报率为 -0.3。处于投资钟对立位置的股票表现最糟糕。大宗商品的年均回报率达到了 28.6%，反映了 20 世纪 70 年代石油危机的冲击，掩盖了非石油类大宗商品价格的下跌。

按照美国的经验，连续两个季度是负增长，则定义为经济衰退，但是目前阶段，中国经济不会出现负增长的情况，因为中国有自己完整的经济体系。现在的中国再大的危机除以 13 亿就很小了；再小的投资机会乘以 13 亿就很大了。考虑到中国的经济改革必须要在一定的发展率中解决，所以中国最少要保持 5%~6%的增长速度，所以如果经济增长速度下降到 6%，则意味着中国经济已经衰退，当然也有专家认为中国低于 8%的增长速度就是衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般而言，中国的经济周期可以如下划分：

经济衰退 GDP 低于 8%，政府通过货币政策放松银根，降低利率，刺激经济发展。

经济复苏 GDP 年增长率位于 8%~10%，适度宽松的货币政策。

经济过热 GDP 年增长率超过 10%，加息等从紧的货币政策出台，降低市场流动性。

经济滞胀 具体表现为 CPI 见顶，而人们预测通胀还要增加，所以企业还在通过涨价满足市场需求，表现为 PPI 还在增加、严格的货币政策、降低流动性。

通过对中国数据的统计分析，我们将中国的投资周期总结如表 4-3。记住这张表，就能踏准投资的大周期。

表 4-3

经济周期阶段	各类投资品收益比较
衰退	债券>现金>大宗商品；股票>大宗商品
复苏	债券>股票>现金>大宗商品
过热	大宗商品>股票>现金/债券
滞涨	大宗商品>现金/债券>股票

正如一切模型一样，美林这份报告中提到的模型也存在不足。比如该报告认为滞胀时期适合投资公用事业类股票就是错误的，因为滞胀时期政府容易出台公用事业最高限价的措施，不管中国还是美国都是这样，因此滞胀时期投资公用事业类公司股票不是正确的逻辑。另外，制药业公司股票不适合滞胀到通缩两个阶段投资，而应该是在通缩到复苏两个阶段投资的。原因是制药业公司的原料主要是石油石化产品，这些原料在滞胀期间会涨得很厉害。制药业公司由于需求相对稳定，决定盈利的关键是成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市板块轮动规律

投资具有周期性的特点，而这一特点是由板块轮动决定的。所谓板块轮动，指的是板块与板块之间交替上涨，推动大盘逐步上扬，比如一段时间金融板块率领大盘上涨，接着是地产板块推动大盘上涨，这就叫做金融板块与地产板块出现了板块轮动效应。

那么了解股市板块有何意义呢？每一轮牛市都离不开市场不间断的热点板块的推动。比如大盘由熊转牛时往往需要依靠国企大盘这些中坚力量带领大盘指数攻克紧要关隘，但由于大盘权重股的市场值与流通盘过大，因此我们很难见到这些大盘股能有几倍十几倍的涨幅，如中国银行、工商银行这些股票。否则，指数将轻松超过一万点。

当股指在权重大盘股的指引下，重新由熊转牛之后，权重大盘股往往维持原地踏步偶尔上涨然后横盘消化的格局。接下来就轮到各行业的龙头股大显身手。这时候，市场上的概念、题材层出不穷。基金、券商、境外投资者包括私募这些集团军的资金往往是不断入驻一个板块，营造出市场的热点，这时候，我们看到涨幅居前列的个股中有不少股票都存在某种关联性，即某个板块会形成热点，而当获利丰厚之后，会设法撤退再选择其他的板块介入。因此，在牛市主升阶段，板块轮动是主旋律。而刚进入市场的投资者往往会受主力的引诱，在板块热点已经过热即将消退时接手，之后看到别的板块又开始走热，于是不断割去手中的股票去追热门板块。多数刚开始从事股票交易的投资者一开始都由追涨杀跌造成亏损。短线高手可以紧跟热点操作，高抛低吸，在板块热点轮动中操作得顺风顺水。而如果缺乏技巧的投资者应该耐心持股，等到手中股票所处板块走热。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

每一轮牛市，无不先是由大盘股指引向上，然后行业龙头、业绩优良的一线、二线股开始发力，板块轮动，再接下来绩优股价格被炒高之后，开始轮到低价的三线四线股发力，最后大盘在ST之类的垃圾股的疯狂盛宴中落下牛市的帷幕。本节的主题是阐述板块轮动和周期性投资的规律。

美林证券的"投资时钟"是一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法。它将经济周期划分为四个不同的阶段：衰退、复苏、过热和滞胀。每个阶段都对应着表现超过大市的某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品和现金。投资者根据"投资时钟"的转动，在经济周期的不同阶段，要持有不同的资产，而不是僵化地坚持所谓的长期投资。当经济周期发生变化时，投资者要及时将资产进行相应的调整。而不同行业板块的轮动其实也可以从美林的"投资时钟"理论进行理解。

那么根据美林的"投资时钟"理论，中国股市的行业板块轮动周期又是怎么样的呢？我们以2005年到2008年这轮行业板块热点转换作为实例。

从2005年四季度到2007年二季度，通胀温和上行，在四种资产中，股票是最好的投资资产，股市经历了前所未有的牛市，当然在2007年三季度的经济过热阶段，股票仍然是很好的投资标的，股指继续大幅上涨，并达到这轮牛市的顶部。

从2007年三季度到2007年四季度，经济增长在高位，通胀水平也处在较高水平，并继续上行。各类资产中大宗商品是最好的投资标的。虽然股票在2007年三季度仍上演了"最后的疯狂"，但已经脱离理性，并在2007年10月创造历史高点后掉头向下。大宗商品表现最强，原油价格不断上行，当然原油更大的涨幅在后面的滞胀阶段，从2008年开始加速上行，并创下历史高点147美元/桶的记录。

从2008年一季度到2008年二季度的滞胀阶段，现金是比较好的投资标的，当时有"现金为王"的说法，企业纷纷收缩生产规模变现获取现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从2008年三季度到2008年四季度,经济增长率大幅下滑,通胀压力缓解，央行为了刺激经济不断降息，这段时间内债券是最好的投资资产,从2008年8月份开始,债券开始大幅上涨。

需要说明的是,投资时钟各类资产交接的拐点并没有明确的界限。比如在2007年第三季度,股票仍然延续上涨的惯性;而在2008年一季度和二季度,大宗商品也是很好的投资资产。

到2009年,CPI已经处于历史底部。根据投资时钟理论,正处于经济衰退和复苏交接处。顺着投资时钟的方向，股票是下一个最好的投资资产,2009年初大盘迎来了一波翻倍的反弹。

当然,如果要深入谈及中国股票市场内部子版块的轮动,那么我们就不得不借助美国股市的经验。如果你研究一下在股票市场和经济周期对应的大的波动周期时，你就会发现股市的行业轮动规律。在美国股市的牛市初期,金融与运输业开始先启动;到了牛市的中期,信息业与资本货物也开始启动;到了牛市后期工业行业开始启动;到了牛市的最高点,能源与贵金属表现突出。而熊市的初期是非耐用消费品和医疗保险业表现良好。美林证券分析师和美国标普公司分析师Sam Stoavl等通过研究总结了美国经济周期与行业轮动的规律。根据美国分析师的研究成果，国泰君安研究员选取1990年至1994年美国经济衰退与复苏期间行业表现做了具体的分析。在1990年的滞胀阶段,美国股市行业以防御为主,健康医疗与稳定消费都是明显的防御类品种,而此时国际油价的快速上涨使能源表现也位居前列;而紧缩的货币政策以及不断减弱的需求使金融和可选消费表现最差。在1991年的通缩期间,金融表现跃居第二,可选消费同样表现出色,能源价格大跌,使这段时期能源行业表现最差,不过糟糕的经济尚未过去,市场仍然需要防御，因此健康医疗和稳定消费是位于最好的第一和第三位。在1992年到1994年复苏阶段,金融和可选消费涨幅居前,能源价格依旧不振,不过市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏向进攻的策略使健康医疗与稳定消费表现落在了后面。由于中国的经济结构与经济发展阶段和美国不同，因此行业轮动也不同，但是在中国也存在着行业轮动的规律，我们运用统计分析的办法同样可以得出规律，从而在投资过程中取得更好的投资收益率。

图 4-11 描述了中国 2001 年至 2009 年的行业景气轮动情况。

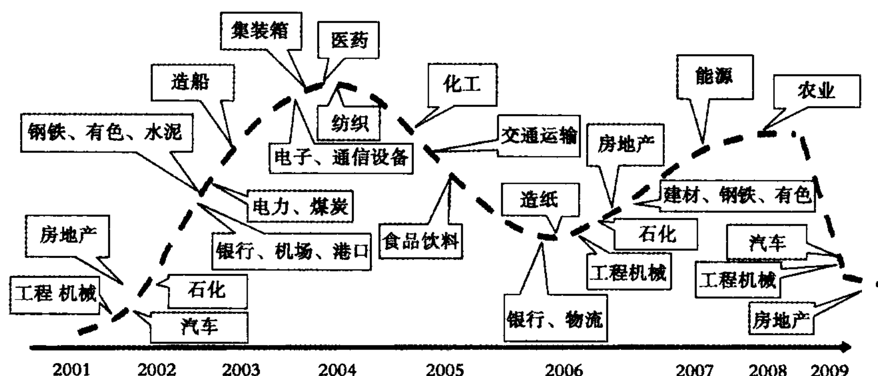


图 4-11

那么在一个牛熊转化的周期过程中为什么会有行业轮动规律呢？这就需要我们作出解释。

首先是行业的产业链条导致了行业轮动。比如当先导产业汽车与房地产需求上升从谷底迈向景气的上升阶段时，由于钢铁、建材、有色金属的需求主要来自房地产、汽车和基建，因此这几个行业也会因为供需发生变化而复苏，同样由于电力的消费需求主要来自于钢铁、有色、建材、化学原料，而煤炭的主要消费来自电力、钢铁和建材，因此，煤炭和电力随着下游需求的上升而景气轮动，最后由于港口、集装箱运输、船舶与整体经济复苏带来的贸易额上升及大宗商品需求旺盛密切相关，因此它们也会随之表现出联动；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与之相反，当先导行业需求下滑时，所有行业将因此轮动向下。

其次是传导机制，为什么不是所有的行业同时启动而是轮动？这是因为从正常的行业复苏角度而言，消费领先于产量，投资滞后于产量，以“房地产－钢铁”产业链条为例，在房地产销量与钢铁价格分别作为各自行业催化剂的情况下，房地产销量回升到房地产投资回升有一个滞后期，而房地产投资拉动钢铁销量上升到钢铁价格上升又有一个滞后期，所以最终结果就是房地产板块首先上涨，而钢铁板块上涨滞后。从行业催化剂角度讲，当前利润率高的房地产行业，销量回升和价格上升都能够成为行业股票上升的催化剂。而对于当前盈利能力低的钢铁行业，销量回升对于其估值提升的作用远远低于价格上升的作用，只有持续的钢铁价格上升才能够成为钢铁股票上涨的催化剂。

第三是流动性。为何有时板块股票的表现并不依照产业链条的顺序？这就涉及到流动性的因素，简单说就是商品市场的存在提高了产品价格发现功能，提高了产品对实体经济需求的反应速度。而产品价格的上涨反过来又迅速提高了相应行业的盈利能力和利润增速，所以此时相应产品价格的上涨成为了对应行业的主要催化剂因素，典型例子就是有色金属。也就说由于上游某些产品（有色、原油等）的期货价格对实体经济反应敏感，从而使得商品市场和资本市场往往都领先于实体经济变化，而上游产品价格的变化又是相应股票变化的催化剂，因此经济复苏期，我们更常看到的是上游和下游的板块表现更好。

一些行业的表现与标的资产的价格走势相关联。保险类股票、投资银行类股票往往对债券或股权价格敏感，在衰退或复苏阶段中表现得好。矿业股对金属价格敏感，在过热阶段中表现得好。石油与天然气股对石油价格敏感，在滞涨阶段表现超过大市。

行业板块在不同的经济周期阶段会交替表现出超过大市或低于大市：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退 主要消费股、金融股和可选消费股表现得比工业股、石油与天然气股、高科技股和电信股优异。

复苏 可选消费股表现优于主要消费股和医药股。电信股收益率超过了主要消费股和公用事业股。

过热 工业股、高技术股、石油与天然气股、医药股和主要消费股表现优于可选消费股。工业股收益率高于金融股。

滞涨 石油与天然气股几乎击败所有其他类的股票。医药股、公用事业股和主要消费股表现优于自选消费股和高科技股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　周期投资五法

“周期杀手”引发的思考

讲了很多理论之后，我们来看两个例子。这两个例子中的“受害人”都是国内有丰富投资经验的机构，但是，他们仍然遭受了巨大的损失。大家可以思考：是什么造成了他们的亏损？

案例一：为什么国航2008年亏损90多亿？

中国国航(601111.SH)2009年4月17日发布的2008年年报显示，2008年集团实现营业亏损为110.71亿元，税前亏损为108.52亿元，归属母公司股东的净亏损为91.49亿元。国航的亏损主要包括油料套期公允价值亏损为74.72亿元，利率掉期公允价值亏损为2.49亿元，投资损失11.52亿元。

所谓油料套期保值亏损是什么意思呢？套期保值是指用期货合约对冲现货市场上的买卖风险。当油料价格一路上涨的情况，航空公司为了锁定成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，会采用套期保值的手法，锁定一个价格。这种套期保值手法是国航近年来向欧美大航空公司学习的先进经验，2007 年国际油价成倍增长，到 2008 年后又上涨了 45%，这使得国内各大航空公司套期保值的交易量日益增大。可是油料价格在 2008 年 7 月 3 日达到每加仑 4.36 美元的历史天价后就急转直下，到 2008 年底大跌过半，这使得原本规避亏损的套期保值变成了亏损的根源。

见图 5-1 所示，多年的大牛市迷惑了原油的价格走势，而一轮上涨周期的终结让人们看到了"周期杀手"的冷酷。

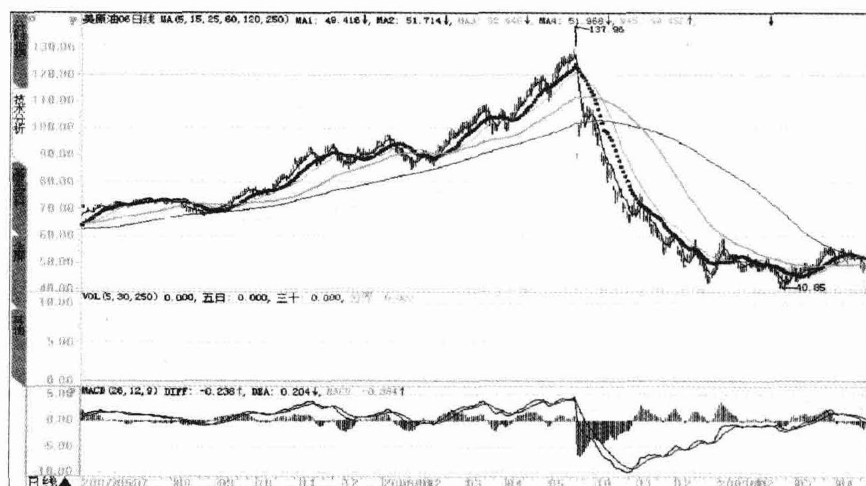


图 5-1 原油价格走势

案例二：为什么中信泰富亏损 146 亿？

我们先来回顾一下中信泰富事件的过程：

●2008 年 10 月 20 日，中信泰富发出盈利预警，首次披露持有超过百亿澳元的累计期权，并称早在 9 月已经察觉其潜在风险。同时表示，中信集团同意为中信泰富安排 15 亿美元备用信贷。董事局主席荣智健称对有关投资决定不知情。

●2008 年 10 月 22 日，因中信泰富涉嫌延迟披露、非法陈述，香港证监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会确认对其展开调查。

●2008 年 11 月 12 日，中信集团接收中信泰富持有的 57 亿澳元合约。

中信集团行使备换权，将 116.25 亿港元可换股债券兑换成中信泰富股份，连同一致行动人士，持股量增至 70.46%。

●2009 年 1 月 2 日，香港商业罪案调查科搜查中信泰富总部取证。中信泰富公布 2008 年度业绩，其净利润亏损 126.62 亿元，其中澳元累计期权合约亏损 146.32 亿元。中信泰富发布公告，董事局主席荣智健、董事总经理范鸿龄等 17 名董事受到香港证监会调查。

●2009 年 4 月 8 日，中信泰富发布公告，称荣智健已正式辞去中信泰富董事及主席职务。

造成中信泰富巨亏的关键是澳元累计期权合约。因为中信泰富在澳洲有一项为期几年的项目，为了规避澳元汇率波动带来的损失，锁定汇率成本，中信泰富与外资银行签订了被称为澳元累计期权合约的对赌协议。这样一项旨在规避亏损的交易，为何会成为巨大亏损的根源呢？一方面是中信泰富与外资银行签订的合约具有明显的不平等性，风险与收益不对等；而另一方面则是对经济周期的漠视，没有考虑到一轮繁荣周期结束可能带来的金融风险。

以上是发生在衍生品交易市场的惨痛例证，它们展示了经济周期循环可能带给投资的巨大影响。这种例证同样适用于股票投资市场。无视经济周期变化带来的影响，就是机械的价值投资，许多自称价值投资的人士就是因为这种疏忽而最终被市场葬送。

中国石油(601857)是好公司吗？它符合价值投资的标准吗？到底应该如何确定股票的估值，什么样的价位才是具有投资价值的？在谈论估值之前，还是先想想“周期”这个词吧，见图 5-2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

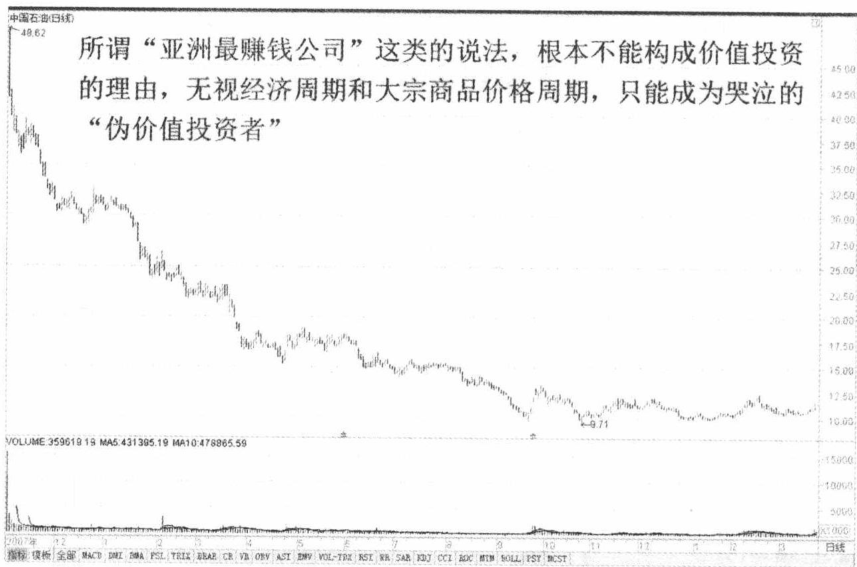


图 5-2

万科是不是一家优秀的企业？见图 5–3。

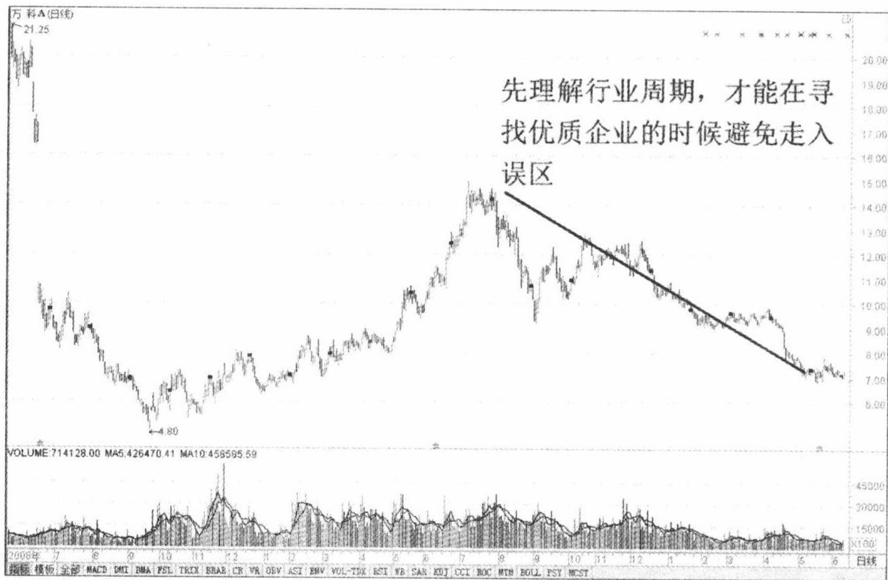


图 5-3

考虑到经济周期对股市的影响，对投资工作有五点启示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期投资法则一：炒 A 股也要有国际视野

在较长的一段时间内，A 股由于股权分置问题，与周边市场缺乏价格比较的共同基础，所以中国股市的行情演绎相对独立。2005 年至 2006 年的改革决定性地解决了这一问题，全流通后的 A 股估值和周边市场的股票有了共同的比较基础，中国股市与全球金融市场的联动变得更加密切，这一变化就要求投资者一定要具有国际化的视野。

周期投资法则二：国内外政策都将影响 A 股

国内外相关经济、金融政策对股市的影响极大，如果不跟踪研究政策的变化和由此带来的影响，则将资金暴露在极大的风险中。国家经济政策可以分为货币政策和财政政策，这些政策与股市的具体关系，我们将在第六章和第八章中详细阐述。

其他国家的经济政策，特别是美国、欧盟、日本等经济体的政策变化对全球股市都会产生极大的影响，在全球经济一体化程度非常高的今天，其他国家的重要政策变化对 A 股的走势也会产生牵制和引导作用。比如，美联储的利率政策和货币政策不但直接影响全球投资市场，而且可能影响国内相关政策的变化，由此再度影响 A 股的走势。

周期投资法则三：经济周期顶峰离场

第四章中我们已经强调了经济周期与投资的关系。第四章的第三节又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强调了股市板块轮动与经济周期的关系。

在此，我们特别补充一点：能跨越周期的行业很少！每一轮经济周期都会促成某几个行业的迅猛发展，而该轮周期结束后，这些行业大多也会随之减速，这是一个很自然的轮动规律，因此当一轮经济周期的顶峰，一定要坚决离场。

而且技术的发展也使得行业永远处于新兴与淘汰的交替中。战后工业发展的一个显著特点是，新技术在不断地推出新行业的同时，也在不断地淘汰旧行业。如在较短的时间里，喷气飞机就代替了螺旋桨飞机；大规模集成电路计算机代替了一般的电子计算机；通信卫星代替了海底电缆等等。这些新产品在定型和大批量生产后，市场价格大幅度下降，从而很快就能被消费者所使用。

上述这些特点使得新兴行业能够很快地超过并代替旧行业，或严重地威胁原有行业的生存，如彩色电视机代替黑白电视机；激光唱片代替普通唱片；电子表超过机械表，日本研究成功的数字式高保真磁带对普通磁带行业产生自下而上的严重威胁等情形就是证明。因此，充分了解各种行业技术发展的状况和趋势，对投资者来说是至关重要的。

以美国为鉴，可以知铁路之兴衰。1830 年，美国第一条近代意义上的铁路“巴尔的摩 - 俄亥俄”铁路建成；1900 年，美国铁路总里程超过 31 万公里，占到全世界一半；1916 年为 40.87 万公里，达到历史顶峰。20 世纪 50 年代，汽车大量普及及高速公路快速建设，同时受航空业冲击，铁路日益边缘化，营业里程减至 27.3 万公里，不过仍居世界第一位。

而现在，奥巴马又将启动自艾森豪威尔政府以来最大规模的交通投资，从美国铁路鼎盛时期的 1916 年算起，至今已近百年。而这百年来，美国铁路由兴而衰，再由衰而兴，将开始一个新的百年大轮回。而被冷落百年的铁路，又将重新成为主流的选择。基于以上考虑，“股神”巴菲特从 2006 年开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重仓铁路股，直至2009年1月份还在买进，美国最大铁路公司伯灵顿北方圣塔菲铁路公司、美国第二大铁路公司 Union Pacific（联合太平洋）的股票成为巴菲特除可口可乐之外最重仓的股票。

周期投资法则四：与政策相比，估值不是最重要

第三章中，我们阐述了一个价值投资的核心理念：估值判断一定要与周期分析结合。脱离了经济周期和投资周期的具体阶段，抽象地比较估值的高低是没有太大意义的。

政策的改变往往会促成行业周期的改变，由此成为一个重要的考量因素。比如国家振兴计划对钢铁、基建、航天等行业的影响；再比如国家的土地政策、信贷政策对房地产行业、银行业的影响。

如果一个行业的经济周期处于上升阶段，那么高估值也可能买的划算；如果政策的改变促使行业减速、衰退，那么估值低也不能成为价值投资的理由。

周期投资法则五：产业革命和新技术革命的影响

每次科学进步也就是产业革命，都会引发一轮新经济热潮，宏观经济受到极大影响，同时股票市场也产生非常大的波动。产业革命，一般是指由于科学技术上的重大突破，使国民经济的产业结构发生重大变化，进而使经济、社会等各方面出现崭新面貌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次产业革命亦称工业革命，系指以手工技术为基础的资本主义工场手工业过渡到采用机器的资本主义工厂制度的过程。17 世纪到 18 世纪，英、法等国资产阶级革命的胜利，为生产力的发展扫清了道路，资本主义工场手工业的发展和科学技术的发明、创造，为向机器大工业过渡准备了条件。随着市场的扩大，以手工技术为基础的工场手工业日益不能满足需要，资产阶级为追求更多的利润，广泛采用了新技术。产业革命最早发生在英国。18 世纪 60 年代首先从纺织业开始，80 年代由于蒸汽机的发明和采用，促使产业革命进一步深入，遍及化学、采掘、冶金、机器制造等部门，这些部门的股票也受到追捧。继英国之后，法、德、美等国也于 19 世纪相继完成了产业革命。机器大工业的建立，为资本主义制度奠定了物质基础，使之最后战胜封建制度而居统治地位。产业革命促进了资本主义生产力的迅速发展，提高了生产社会化的程度。第一次产业革命时期的一系列发明、创造，构成了世界范围的第一次科学技术革命。

19 世纪 70 年代以后，自由资本主义进入了垄断资本主义时期。1873 年爆发了空前深刻的世界经济危机，企业之间、部门之间、各个资本主义国家之间的竞争愈演愈烈，推动了资本主义世界出现一系列的工业发明创造。其中发电机和电动机的发明，导致了“电气化”时代的到来；内燃机的出现，促进了石油的开采；电话、电车和无线电的发明，进一步便利了交通，从而形成了世界范围的第二次科学技术革命。这一时期中，炼钢技术的改进，化学在工业中的广泛应用，尤其是内燃机的发明与应用，不仅使原有的重工业部门(钢铁、采煤、机器制造等)有了进一步发展，而且形成和发展起来一系列新的工业部门，如电力、电器、化学、石油、汽车和飞机制造等，使世界工业生产又有了新的发展。到 19 世纪末，重工业在世界工业中开始占主导地位。继英国之后，美、法、德、日等先进国家实现了工业化，成了以重工业为主导的工业国。工业的进步和资本主义经济体系向全世界的扩展，促进了交通运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

输和国际贸易的发展，同时也推动了农业生产的发展，各资本主义国家的农耕技术有了进一步提高，粮食产量有了显著增长。

第二次世界大战后，由于帝国主义国家国内生产集中垄断和社会化过程的不断加强，国际间竞争的日益加剧，以及国民经济军事化的不断发展，在世界主要工业国家中，经历了一场深刻的科学技术革命，人们称之为第三次科学技术革命。这次科学技术革命是以核能的利用、电子计算机和空间技术的发展、海洋的开发为其主要标志。科技革命波及各个领域，出现了一系列新兴的科学技术，并在此基础上形成了许多崭新的工业部门，如高分子合成工业、核工业、电子计算机工业、半导体工业、航天工业、生物工程、激光光导纤维等工业。尤其是电子计算机、控制和自动化技术的发展，取代了部分人脑的工作，大大增强了生产的自动化程度，从而提高了劳动生产率，推动了主要工业国家经济的迅速发展，同时这些国家的农业也实现了现代化。人类在向海洋索取资源和征服宇宙以及探索新的能源、原料等方面也取得了许多新的进展。此外，被称为第三产业的非物质生产部门，也得到飞速发展。电子计算机尤其是微处理机的广泛采用，正在改变着人们的劳动、生活方式，微处理机正在进入家庭生活，将产生难以估量的社会影响，IT类股票特别是软件和互联网类公司成为这段时间的热门股票，诞生了诸如微软、思科、甲骨文、Ebay、亚马逊等一系列著名上市公司。

系统生物科学与技术导致的是第四次技术和产业革命，包括合成生物学与系统生物技术带来的生物信息技术、个性化医学技术、生物芯片技术、生物太阳能技术、生物计算机技术等。其中，生物能源技术分为两类，一类是采用转基因与合成生物学改造富油生物如藻类等生产生物柴油，一类采用合成生物学与仿生学筛选生物有机分子或模仿细胞内叶绿体光合作用或叶绿素光电转换效应，从而将导致传统硅电子太阳能技术的变革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　投资引航船：财经数据一看就懂

成熟的股市投资者都非常关注宏观经济政策，因为宏观经济发展水平和状况对一国的股市有着重大影响力，而且波及范围广泛、作用机制也相对复杂。首先，一个国家和地区的社会经济能否持续稳定地增长是股价能否稳定上升的重要因素。因为，当一国或地区的经济运行态势良好，大多数企业的经营状况也会较好，股价上升的可能性也较大。其次，宏观经济周期对股价的影响也很明显。许多研究发现，股价的变动常常比实际经济的繁荣和衰退要领先，即经济高涨后期股价会率先下跌，经济尚未全面复苏之际，股价先行上涨。所以，股价被称为经济周期变动的先导性指标。再者，一国和地区的货币政策和财政政策对股价也会有影响。中央银行放松银根，增加货币供应，资金需要新的投资机会，一旦资金进入股市，将会引起股票需求的增加，立即促使股价上升。同样，积极的财政政策会扩大财政赤字，增加财政支出，刺激经济发展，另外调节税率等财政政策会影响企业利润和股息，发行国债等也会改变证券市场的证券供应和资金需求，从而间接影响股价。

此外，市场利率、汇率变化和国际收支状况等都会给股票市场带来直接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者间接的影响。因此,在股票投资时,投资者绝对不能忽视宏观经济的基本面。

很多国内投资者看了不少巴菲特传记之后,抓住巴菲特的只言片语,认定巴菲特是一个不关心宏观经济和国际收支的人，其实巴菲特对于美国的经常项目赤字和贵金属走势发表过不少看法，而且他本人也在外汇市场上连续几年做空美元,同时在银价位于历史低点附近大肆买进。参与国际化的投资使得巴菲特与索罗斯的投资风格存在越来越多的相似之处，同时也使得我们认识到巴菲特最近十年也产生了一次不小的认识飞跃，这应该算他的第三次飞跃。这次飞跃的主要特征是他开始扩大其投资地域和范围,从美国扩大到其他国家,甚至包括中国这样的新兴市场国家,这似乎与邓普顿走得很近了,而他介入外汇和贵金属市场的行为则有点索罗斯的风格。也许这是一个正统价值投资者不断进步的表现,从格雷厄姆的静态价值投资,到费雪的动态价值投资,再到索罗斯宽范围的价值投资,这就是巴菲特的三大飞跃。外汇和贵金属都有金融属性,其价值最终取决于经济体的发展和世界经济的稳定性,所以外汇好比国家发行的股票,外汇的价值是由国际的经济增长率决定的,同时其中也包含了风险因素,外汇的价格则是由资金追逐,也就是供给决定的,投机就是根据供给的变化而操作,而价格的变化导致了价格与价值的偏差,这就为价值投资者创造了机会。1992 年英镑的高估、1997 年泰铢的高估都是外汇价格远远高于其价值的表现,作为价值投资者,索罗斯做空了当时的英镑和泰铢,而巴菲特则做空了美元。价值投资的核心都是一样的,无论具体品种和形式是什么。由此来看,价值投资者掌握宏观经济动向将如虎添翼,那么重要的宏观经济指标有哪些呢?

GDP 即英文(gross domestic product)的缩写,是指经济社会(即一个国家或地区)在一定时期内运用生产要素所生产的全部最终产品(物品和劳务)的市场价值,也就是国内生产总值。它是对一国(地区)经济在核算期内所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有常住单位生产的最终产品总量的度量，常常被看成显示一个国家（地区）经济状况的一个重要指标。生产过程中的新增加值，包括劳动者新创造的价值和固定资产的磨损价值，但不包含生产过程中作为中间投入的价值；在实物构成上，是当期生产的最终产品，包含用于消费、积累及净出口的产品，但不包含各种被其他部门消耗的中间产品。

不同国家间的 GDP 比较需要转换各国货币，转换方式主要有两种：(1)使用各国货币的国际汇率转换；(2)根据各国货币与一选定标准（一般为美元）的购买力平价（PPP）。

消费者物价指数（Consumer Price Index，简称 CPI）是世界各国普遍编制的一种指数，它可以用于分析市场价格的基本动态，是政府制定物价政策和工资政策的重要依据。消费者物价指数是反映与居民生活有关的产品及劳务价格统计出来的物价变动指标，通常作为观察通货膨胀水平的重要指标。所谓通货膨胀，是指在纸币流通条件下，因货币供给大于货币实际需求，也即现实购买力大于产出供给，导致货币贬值，而引起的一段时间内物价持续而普遍地上涨的现象。我国称之为居民消费价格指数。居民消费价格指数可按城乡分别编制城市居民消费价格指数和农村居民消费价格指数，也可按全社会编制全国居民消费价格总指数。消费者物价指数追踪一定时期的生活成本以计算通货膨胀。如果消费者物价指数升幅过大，表明通货膨胀已经成为经济不稳定因素，央行会有紧缩货币政策和财政政策的风险，从而造成经济前景不明朗。因此，该指数过高的升幅往往不受市场欢迎。

如果在过去 12 个月，消费者物价指数上升 2.3%，那表示生活成本比 12 个月前平均上升 2.3%。当生活成本提高，你的金钱价值便随之下降。那么，一年前收到的一张 100 元纸币，今日只可以买到价值 97.70 元的货品及服务。

消费者物价指数涵括生活必需品如食物、新旧汽车、汽油、房屋、大学学费、公用设备、衣服以及医疗的价格。此外，消费者物价指数亦混合一些生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活享受的成本，例如体育活动的门票以及高级餐厅的晚餐。

一般而言，CPI<3%属于低通胀，3%<CPI<5%属于通胀，CPI>5%属于严重通胀。3%是通货膨胀的警戒线，见图 6–1 所示。

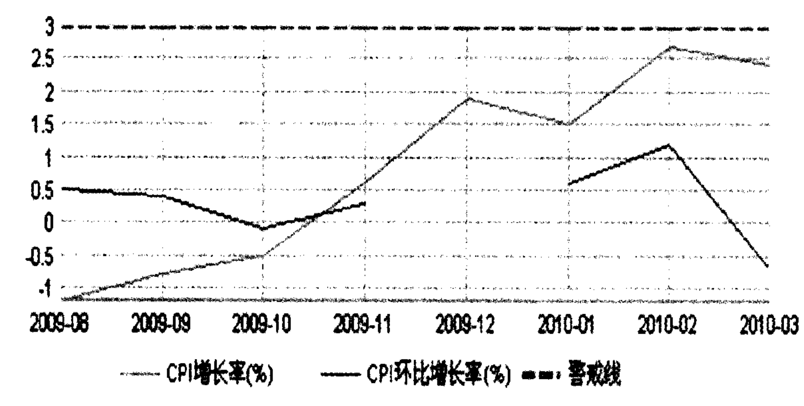


图 6-1

也有的分析中，将“CPI–PPI”这一差值作为股市的先导信号，见图 6–2所示，是“CPI–PPI”与中国股市的关系图。

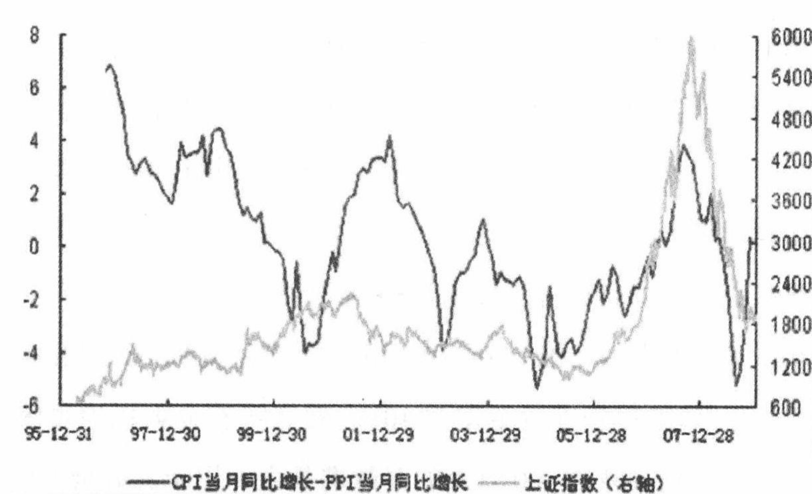


图 6-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率(Interest Rates)就其表现形式来说,是指一定时期内利息额同借贷资本总额的比率。利率是单位货币在单位时间内的利息水平,表明利息的多少。多年来,经济学家一直在致力于寻找一套能够完全解释利率结构和变化的理论。“古典学派”认为,利率是资本的价格,而资本的供给和需求决定利率的变化;凯恩斯则把利率看作是“使用货币的代价”;马克思认为,利率是剩余价值的一部分,是借贷资本家参与剩余价值分配的一种表现形式。利率通常由国家的中央银行控制,在美国由联邦储备委员会管理。现在,所有国家都把利率作为宏观经济调控的重要工具之一。当经济过热、通货膨胀上升时,便提高利率、收紧信贷;当过热的经济和通货膨胀得到控制时,便会把利率适当地调低。因此,利率是重要的基本经济因素之一。

利率是经济学中一个重要的金融变量,几乎所有的金融现象、金融资产均与利率有着或多或少的联系。当前,世界各国频繁运用利率杠杆实施宏观调控,利率政策已成为各国中央银行调控货币供求,进而调控经济的主要手段,利率政策在中央银行货币政策中的地位越来越重要。

法定存款准备金率是指一国中央银行规定的商业银行和存款金融机构必须缴存中央银行的法定准备金占其存款总额的比率。商业银行吸收存款后,必须按照法定的比率保留规定数额的准备金(法定准备金),其余部分才能用作放款。法定准备率是指以法律规定的商业银行对于存款所必须保持的准备金的比例。准备率的高低因银行类型、存款种类、存款期限和数额等不同而有所区别,如城市银行的准备率高于农村银行的准备率、活期存款的准备率高于定期存款的准备率。法定准备率有最高限和最低限。

打比方说,如果存款准备金率为 10%,就意味着金融机构每吸收 1000 万元存款,要向央行缴存 100 万元的存款准备金,用于发放贷款的资金为 900 万元。倘若将存款准备金率提高到 20%,那么金融机构的可贷资金将减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少到 800 万元。在存款准备金制度下,金融机构不能将其吸收的存款全部用于发放贷款,必须保留一定的资金即存款准备金,以备客户提款的需要,因此存款准备金制度有利于保证金融机构对客户的正常支付。

当代各国都由中央银行颁布法定准备率,其标准不一。有的国家只颁布一个准备率,即所有金融机构无论其吸收存款数额大小,都按统一的标准缴纳存款准备金;有的国家则对不同性质的金融机构实施不同的法定准备率,如商业银行与信托投资公司、信用合作社等分别实行不同的法定准备率;也有的国家按存款规模的不同实施不同的法定准备率,存款规模越大,则法定准备率越高。

随着金融制度的发展,存款准备金逐步演变为重要的货币政策工具。当中央银行降低存款准备金率时,金融机构可用于贷款的资金增加,社会的贷款总量和货币供应量也相应增加;反之,社会的贷款总量和货币供应量将相应减少。

央行决定提高存款准备金率是对货币政策的宏观调控, 旨在防止货币信贷过快增长。多年以来,我国经济快速增长,但经济运行中的突出矛盾也进一步凸显,投资增长过快的势头不减。而投资增长过快的主要原因之一就是货币信贷增长过快。提高存款准备金率可以相应地减缓货币信贷增长,保持国民经济持续快速协调健康发展。

由于利率直接影响资金的价格,所以与股市的关系非常密切。图 6-3 所示是中国 1997 年至 2009 年的利率走势图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

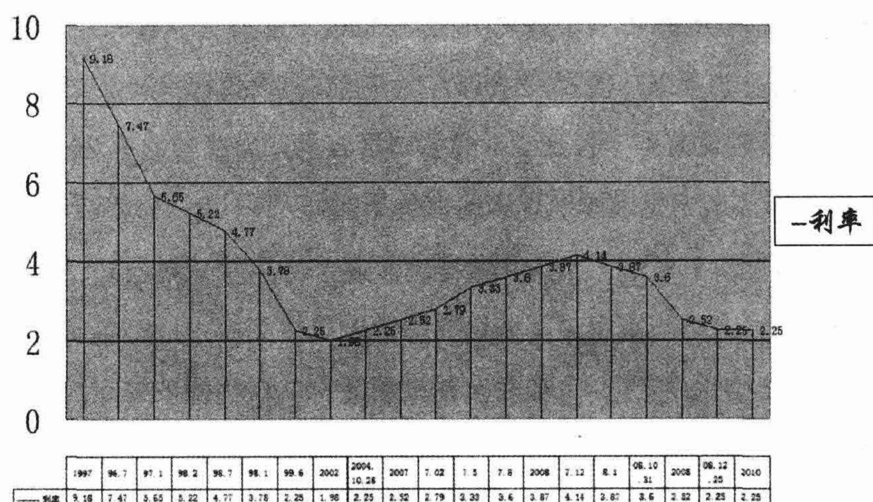


图 6-3

当名义利率小于 CPI 涨幅时，实际利率为负。中国改革开放后，经历过三次负利率时代。第一次在上世纪 90 年代初，这一次负利率阶段历时 38 个月，是三次负利率阶段持续时间最长的一次。重要的大背景是短缺经济下产品有限供给。新建、扩建项目大量增加，固定资产投资增速加快，投资热潮引发需求猛增，物价上涨。

第二次负利率时期是 2003 年底至 2005 年初，背景是中国早已摆脱了短缺经济的束缚，在走出 1997 年亚洲金融危机的通缩后，又迎来了 2001 年加入 WTO 打开国际市场的双重好局。针对负利率的温和调控，夯实了经济上升周期的基础，使得经济能够顺利完成大周期的主升浪。本次负利率的原因是国内投资和外需回升，以及全球进入利率下行周期。

第二次负利率程度并不像上次那么严重，实际上也是三次负利率中最轻的一次：名义利率到达了历史最低值 1.98%，与此同时，由于中国输出了通缩，同时美国等发达国家经济还刚处于经济复苏周期，未达到过热，国际上的输入型通胀压力亦不明显：同期 WTI 国际原油价格从 30.41 美元上涨到 55.40 美元，涨幅为 66%；LME3 个月铜期货价格从 2070 美元上涨到 3290 美元，涨幅为 59%；澳大利亚 BJ 指数从 31.10 上涨至 51.80，涨幅为 67%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三次负利率是离我们最近的一次。本次负利率所处的背景是中国经济处于大周期上升末端。本次负利率充满着“悲剧”色彩,因为早在负利率出现之前中国就处于名义利率上升周期，但依旧不能改变负利率并且最终因为实体经济下滑跟随降息。

第三次负利率时代的原因与之前有所不同，固定资产投资和外部需求并不是构成本次负利率的主要因素。猪蓝耳病是 CPI 上涨诱因,大宗商品价格短期内涨幅惊人导致输入型通胀；资产价格的上涨造成财富效应也增强了消费需求。

从 2000 年后的两次负利率看,沪深指数运行趋势并不固定,但可以明确的是股市高点总是早于 CPI 高点出现，如 2004 年 4 月股市出现阶段高点，而 CPI 是在 2004 年 7 月出现高点;2007 年 10 月股市见顶，而 CPI 在 2008 年 2 月见顶。负利率本身与股市的相关性并不固定（特别在早期阶段），这或许是负利率只是加强了加息的预期，但利率调整并没有立即实现,宏观经济面仍沿着原来的惯性运行,而股市运行更与负利率所处的特定宏观经济周期密切相关。

采购经理人指数是通过产品价格、库存等基本数据的变化,依据数学模式计算得出的。在许多发达国家,这一指数已经发布多年,采用每月公布和点评的方式反映当前的经济运行状况。随着我国逐步成为全球制造业大国,全球供应商到我国采购成品成为需要重点关注的环节。建立“中国采购经理人指数”,充分说明中国已经从制造环节脱身,开始注重物流与采购问题。

中国采购经理人指数是由国家统计局和中国物流与采购联合会共同合作完成的,快速及时反映市场动态的先行指标,它包括制造业和非制造业采购经理指数,与 GDP 一同构成我国宏观经济的指标体系。目前,采购经理指数调查已列入国家统计局的正式调查制度。从 2005 年 6 月开始,制造业采购经理指数将按月发布，并按国际通行做法，特约业内权威人士结合 PMI

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查数据进行宏观分析，使分析的结果更加具有前瞻性和权威性。

中国制造业采购经理指数体系共包括 11 个指数：新订单、生产、就业、供应商配送、存货、新出口订单、采购、产成品库存、购进价格、进口、积压订单。制造业采购经理指数(PMI)是一个综合指数，计算方法全球统一。如制造业 PMI 指数在 50%以上，反映制造业经济总体扩张；低于 50%，则通常反映制造业经济总体衰退。

上面几个宏观经济数据是对股票市场影响最大的，大家平时可以留意一下。

另外财政政策工具如税收、财政补贴或导向性政策，对于股票市场特别是板块轮动影响也很大，大家平时也可以多留意。包括：行业调控政策、地方政策、经济刺激计划、地方振兴计划、淘汰落后产能计划、汽车家电下乡补贴、地产税、印花税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 牛熊分界线

巴菲特说过:“当你身边所有人都赚钱的时候,你要当心了,因为一场盛宴总会结束,最终是有人买单的。”掌握牛熊分界线后,大家都会成为在宴会盛宴结束前离开宴会的人,你以后就不会在宴会结束后留下买单。

何谓牛熊分界线?那就是250日均线即年线,因为一年间去掉正常休息日以及节假日外,所有的交易日加起来大约在250天左右。任意打开一款交易软件,将均线周期设定为250天,图7-1所示是上证指数的牛熊分界图。从图中可以清晰地看到,分界线以上是牛市,分界线以下是熊市。

除了250天均线作为牛熊分界线以外,还可以使用120天均线即半年线作为多空线。任意打开一款股票软件,打开上证指数日线图,将均线参数设定为120天,如图7-2所示,是大盘的多空分界图。从图中可以清楚看出,多空线以上是小牛市,多空线以下是小熊市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

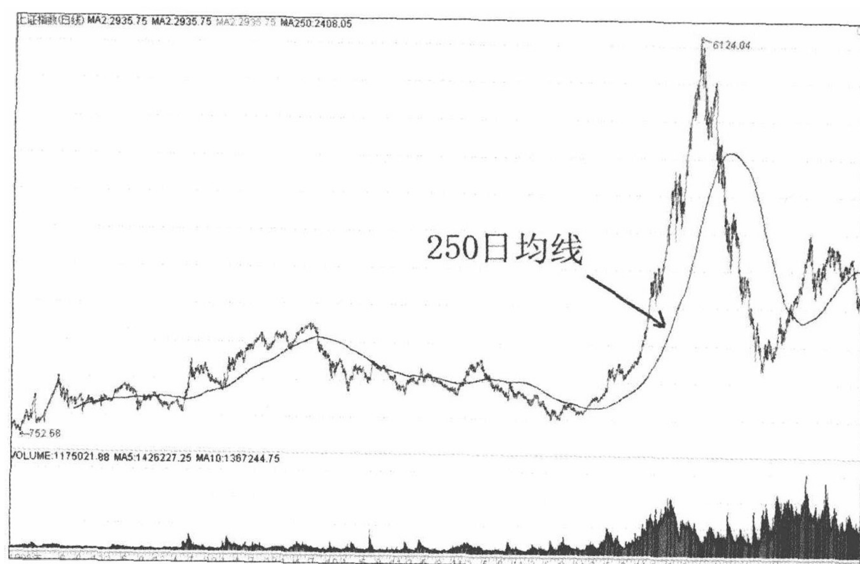


图 7-1

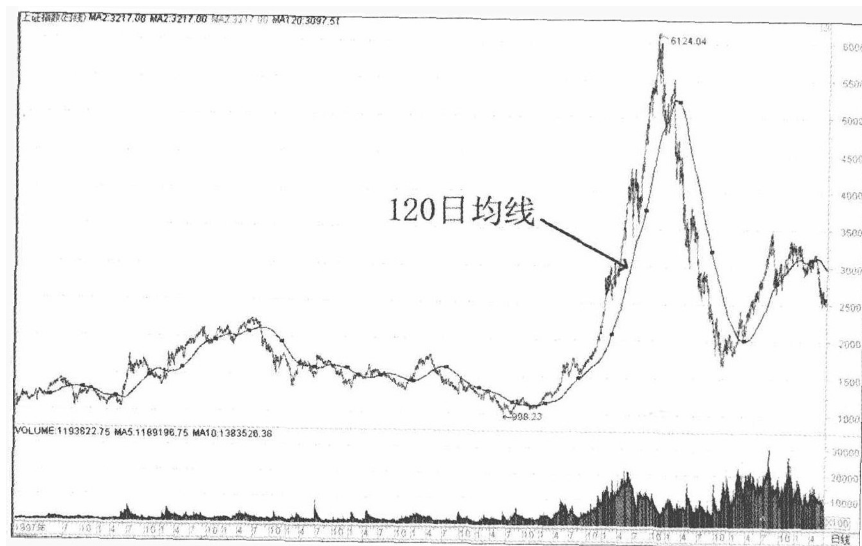


图 7-2

任何一种投资市场都有其内在的运行周期，中国的股票市场自然也不会例外，下面我们简单探讨 A 股的周期规律。

中国股市的周期函数为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A=100 × COS（收盘指数 × 兀 ÷ 360–450）

中国股市的牛熊周期一般为 3~6 年。

下面我们指导大家在炒股软件中如何设定中国股市的周期线：

打开任意一款行情软件，新建指标，可命名为“CYCLE”，指标命令内容设定如下：

Var1：=BARSCOUNT(CLOSE) × 3.142/180；

A3：COS(Var1 × 0.5–450) × 100；

设定完毕，保存。然后在副图中调用“CYCLE”指标，如图 7–3 所示。

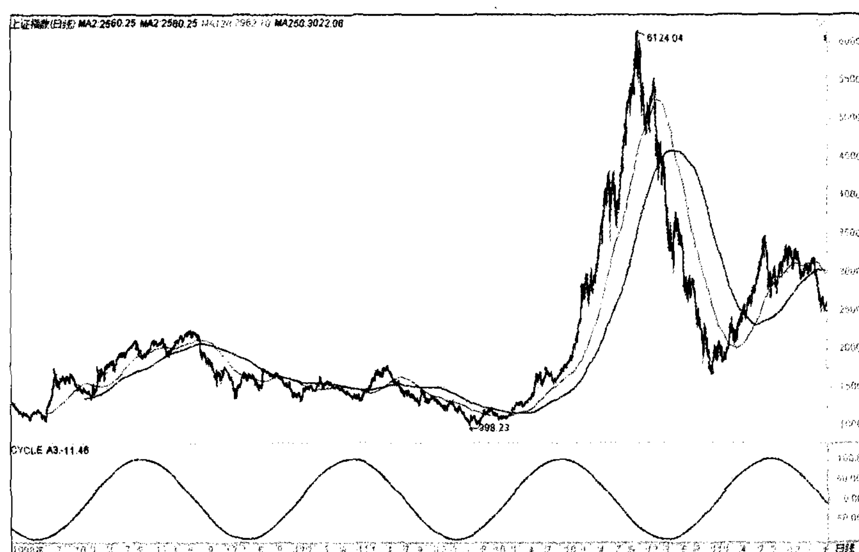


图 7-3

在利用牛熊分界线判断市场时，也可以结合 250 日均量线分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

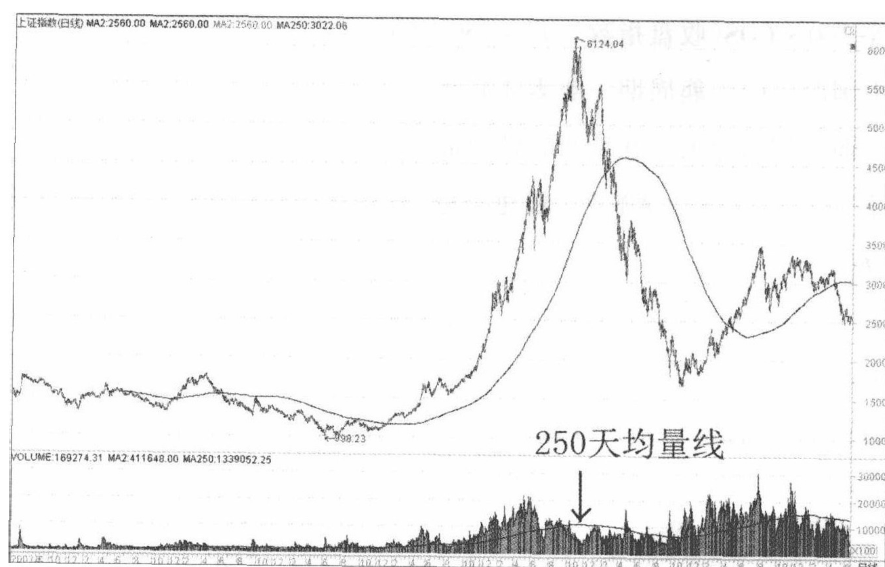


图 7-4

本章简单探讨了股市的技术周期，要说明的规律是：经济周期与技术周期重合才有大牛市！所以股市投资的趋势法则是，既要踩准经济周期和投资周期，又要踩准股市的技术周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　十大神奇指标

PMI 指数

PMI 指数即 Purchase Management Index，称为采购经理指数，俗称荒岛指数，是一套月度发布的、综合性的经济监测指标体系。PMI 指数是通过对采购经理的月度调查，汇总出数据信息，用以反映经济的变化趋势，它的各项指标反映了企业供应与采购活动的各个侧面，而汇总的综合指数则反映了经济的总体情况和变化趋势。

将 PMI 指数作为抄底逃顶指标，是看中了它所具有的及时性和先导性。由于 PMI 指数的调查和编制方法快捷简便，所以它往往能比其他官方数据更早公布。通过追踪 PMI 指数的变化，可以最早把握趋势的转折。PMI 指数包括多种，其中制造业 PMI 指数价值最大。

三个特点保证了 PMI 指数的有效性：

●PMI 指数涵盖了经济活动的多个方面；

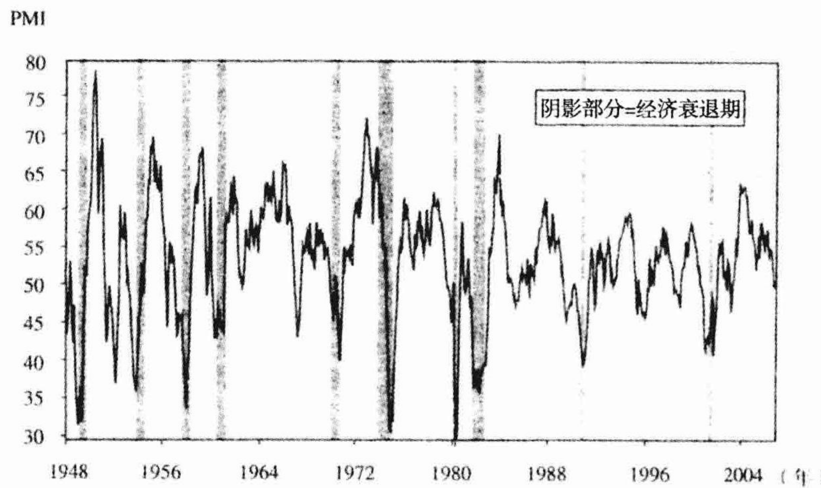
●PMI 问卷调查直接针对采购与供应经理，获得的数据是第一手原始资料；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

●PMI 指数根据各行业对 GDP 的贡献率确定样本比重，并科学地确定抽样样本。

PMI 计算出来之后，可以与上月进行比较。如果 PMI 大于 50%，表示经济上升，反之则趋向下降。一般来说，汇总后的制造业综合指数高于 50%，表示整个制造业经济在增长，低于 50%表示制造业经济下降。

美国经济界对 PMI 指数更加重视。图 8-1 显示了美国 PMI 指数与经济繁荣衰退周期的对应关系，从中可以看到，PMI 指数的 50 分水岭效应还是非常明显的。



PMI 与经济衰退期

（资料来源：美国供应管理协会，美国国家经济研究局）

图 8-1

PMI 指数是一个先行指标，与 GDP 具有高度相关性，且其转折点往往领先于 GDP 几个月。在过去 40 多年里，美国制造业 PMI 的峰值可领先商业高潮 6 个月以上，领先商业低潮也有数月，见表 8-1、8-2，中国的数据研究也表明，PMI 指数与各项经济指标高度相关，见表 8-3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 美国制造业 PMI 与商业周期的关系

美国制造业PMI与商业周期的关系

PMI指标	与商业周期的关系（月）	时段
PMI综合指数	领先顶点14.9，领先谷底3.1	1975.1-1994.9
生产	领先顶点15.4，领先谷底3.6	1975.1-1994.9
新订单	领先顶点15.9，领先谷底4.0	1975.1-1994.9
库存	领先顶点14.1，领先谷底1.1	1975.1-1994.9
供应商配送	领先顶点12.3，领先谷底8.7	1975.1-1994.9
就业	领先顶点15.1，领先谷底2.1	1975.1-1994.9
注：商业周期的转折点是美国国家经济研究局确定的。 注意这里是指特定的时点，而不是月度或季度系列数据。		

表 8-2 美国制造业 PMI 与 GDP\GNP 的关系

美国制造业PMI与GDP、GNP的关系

PMI指标	经济活动指标	平均相关系数（R）	研究时期
PMI	GDP季度百分比变化	0.84	1953-1987
PMI	GDP季度百分比变化	0.91	1994-1997
PMI	GDP季度百分比变化	0.76	1953-1986
PMI	GNP季度百分比变化	0.878	1970.3-1992.6
生产	GNP季度百分比变化	0.9	1970.3－1992.6
新订单	GNP季度百分比变化	0.888	1970.3－1992.6
预测指数	GNP季度百分比变化	0.742	1970.3－1992.6

表 8-3 中国 PMI 指数与各项工业经济指标相关性

我国PMI指数与相关工业经济指标的相关性（2005-2006年3月）

PMI指数	相关经济指标	相关系数
PMI综合指数变化	工业增加值环比增长率变化	0.735
生产量指数变化	工业总产值环比增长率变化	0.771
出口订单指数变化	工业行业出口交货值增长率变化	0.815
购进价格指数	生产资料环比价格指数	0.77
购进价格指数变化	生产资料环比价格指数变化	0.788

资料来源：工业增加值、工业总产值、工业行业出口交货值来源于统计局；
生产资料环比价格指数来源于中国物流信息中心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PMI 指数作为抄底指标，比其他指标更具有先行性和准确性。图 8-2 是上证指数的周线图，从图中我们可以看到，大盘在 2008 年 10 月最后一周于 1664 点的位置上结束了 6124 点以来的持续下跌，之后走出了一轮翻倍的反弹行情。

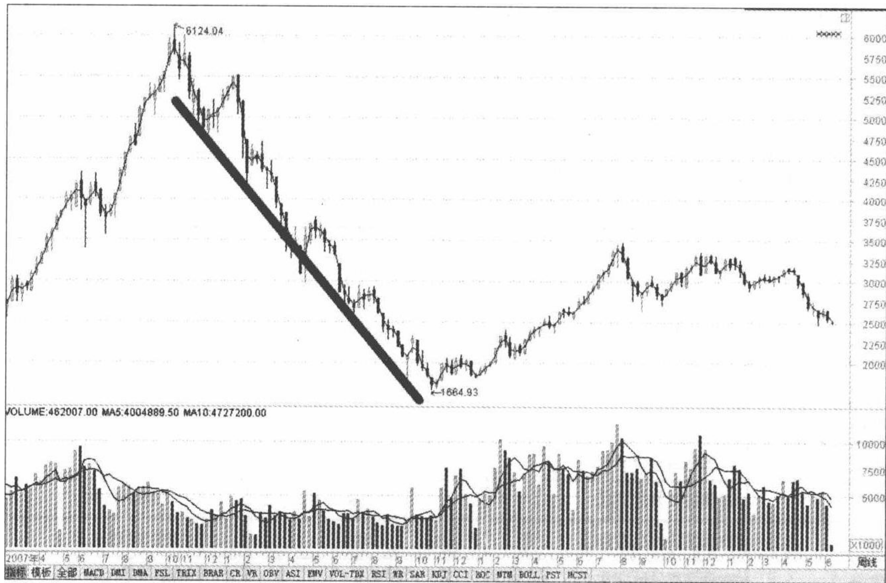


图 8-2

图 8-3 是国内 PMI 指数数据。从图中可以看到，PMI 数据在 11 月见底。激进型投资者通过 12 月的数据即可判断出经济趋势的转折到来。而保守型的投资者通过 2009 年 1 月数据也能确定这一趋势转折。

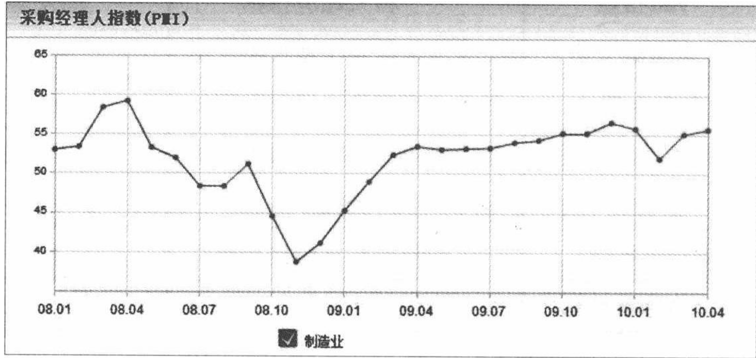


图 8-3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

激进型投资者在确认 12 月数据之后，可以根据大盘技术形态，把握住 2009 年 1 月的抄底机会，见图 8-4 所示；保守型投资者在确认 2009 年 1 月数据之后，可以根据大盘技术形态，把握住 2009 年 3 月的抄底机会，见图 8-5 所示。即使是保守型投资者，一旦把握住 2009 年 3 月的抄底机会，也有后市近千点的盈利空间。

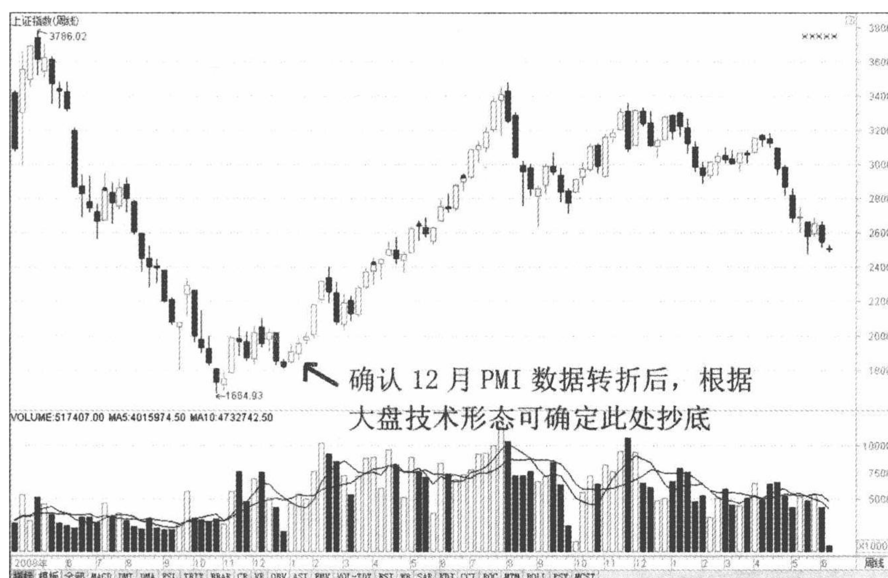


图 8-4

我们将 PMI 与 GDP 作一比较，即可看出 PMI 指数的优越性。由于 GDP 数据按照季度发布，所以在时间上存在着一定的滞后性，反映在指导效力上，即通过 GDP 确认趋势转折时，股票市场已经上涨了较大的一段幅度，这时是否追高呢？这是很头痛的问题。如图 8-6 所示，这是国内 GDP 数据走势图，从图上可以看到，一直要到 2009 年的二季度数据出台，才能判断趋势的转折。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

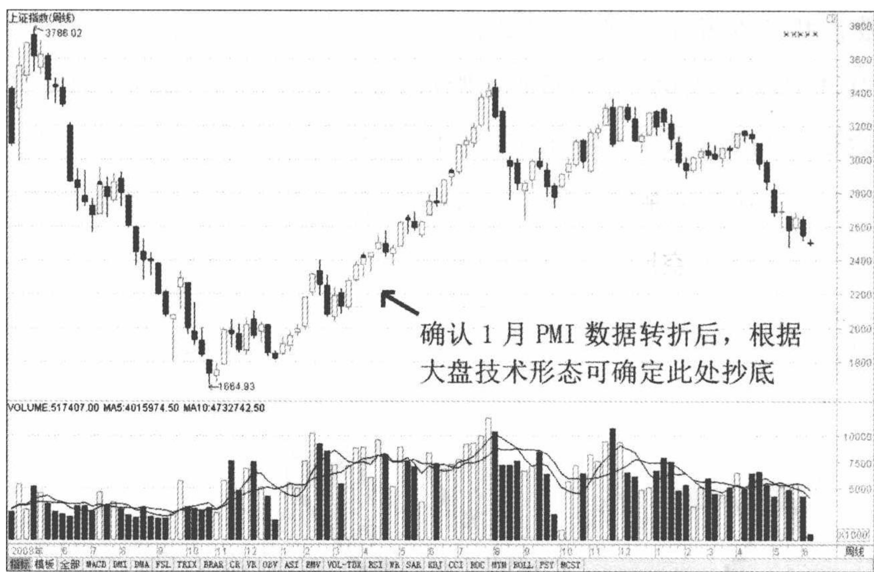


图 8-5

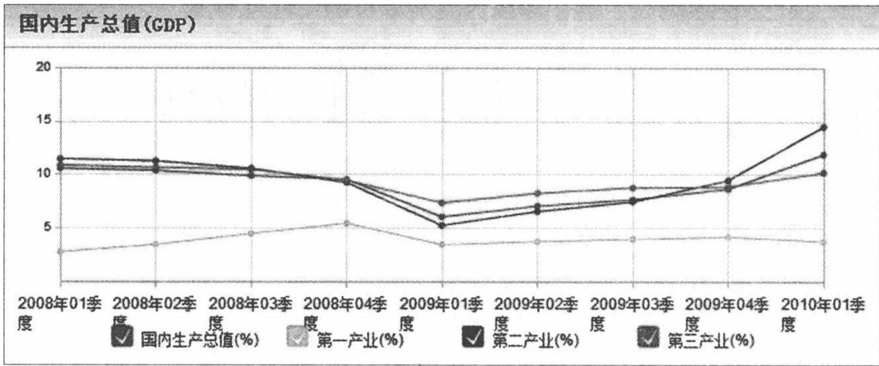


图 8-6

GDP 二季度的数据至少要到 2009 年七八月份才能出来，这时候大盘该轮反弹已经基本结束，或者已经进入了调整期，抄底的机会已经历史性的擦肩而过了。见图 8-7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

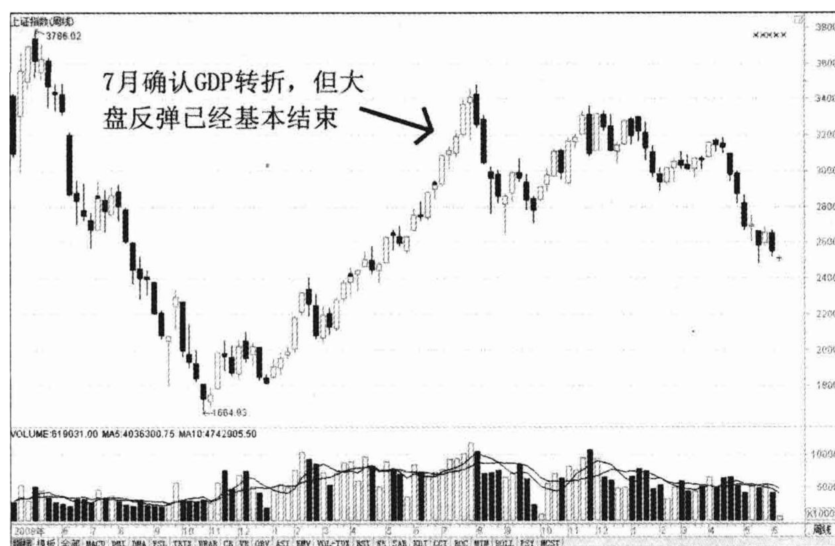


图 8-7

由此，也说明了为什么我们选择没有 GDP 作为抄底和逃顶的技术指标。GDP 虽然是最重要的宏观指标，但它是一个同步指标。我们做投资必须要超前，所以我们本章选择讲解的技术指标都是先行指标。作为先行指标，一般需要超前经济波动 3~9 个月。

运用 PMI 指数时，有一点值得注意：PMI 指数通常由 50 多下降到 42。如果从 42 再降，通常时间很短，一般为 1~3 个月。当 PMI 指数到 42 或接近 42 时，应该开始有抄底的思想准备。同时密切关注其他先行指数。

PMI 指数作为一种灵敏的、先行的预测型指标，非常适合于把握经济周期和确定投资周期。但是比较遗憾的是，国内的研究者对于 PMI 指标一直不够重视，虽然这两年来情况有所好转，相比国外的研究还是存在不小的差距。

货币供应量

货币学派的代表人物弗里德曼有一句名言：无论何时何地，通货膨胀都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一种货币现象。如果将这句话套用到股市，我们可以说：无论何时何地，股价上涨（或下跌）都是货币现象。当然这是指整体和周期而言。

可以这么说：中国股市是资金推动型的，这一点确实不假，也不是什么特例，因为全世界所有国家的股市都是资金推动型的。股市的上涨必然是由资金堆砌起来的。如果市场的资金不充裕，谁会以更高的价格来买走你手头的股票呢？每一位从事股票投资的朋友，都应该好好思考这个问题。

股票市场的资金面是否充裕有多个决定因素，其中货币供应量是一个重要因素。所谓货币供应量是指一国一定时期内为经济服务的货币存量，包括金融机构供应的存款货币和现金货币两部分。衡量货币供应量有 M0、M1 和 M2 三大指标。

- M0：流通中现金，即在银行体系以外流通的现金；
- M1：狭义货币供应量，即M0＋单位活期存款；
- M2：广义货币供应量，即M1＋单位定期存款＋居民储蓄存款。

M0 与消费变动密切相关，是最活跃的货币；M1 反映居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，流动性仅次于 M0；M2 流动性偏弱，反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。

在货币供应量的三大指标中，M1 与股市的关系最密切，也是我们用于判断经济趋势转折而进行抄底逃顶布局的重要指标。图 8-8 是我国 2008 年至 2010 年货币供应量 M1 指标的走势图，从图中我们可以看到，M1 走势与股市大盘走势高度相关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

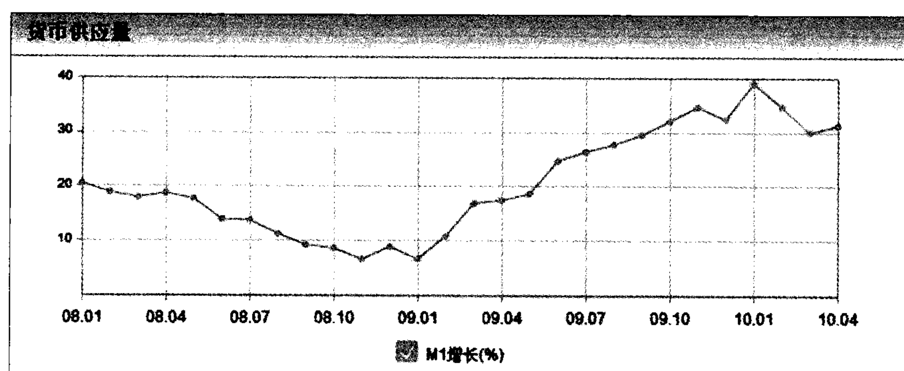


图 8-8

在牛市中，我们通常会看到所谓“储蓄搬家”的现象，即投资者将钱从银行取出投入股市，由此使得银行定期存款减少，而活期存款增加，反映到数据指标上，即 M2 减少、M1 增加。反之，如果投资者将资金从股市抽出存入银行，则股市逐渐走熊，反映到数据上即 M2 增加、M1 减少。这是股市周期与资金运转走势的客观规律，从这个规律，可以引申出利用货币供应量指标抄底逃顶的**两项法则**。

法则一：M1 持续数月低于 10 以下，则反映资金从股市到银行的抽水过程基本接近尾声，资金面的恶化已经到了极点，行情随时可能触底反弹；而 M1 持续数月高于 20 以上，则反映资金从银行到股市的搬家过程可能衰竭，资金面的充裕程度已经到达极点，行情随时可能走熊。

如图 8-9 所示，从 2008 年 9 月到 2010 年 1 月，国内 M1 增长率一直低于 10，这反映出市场资金面陷入一种极度的枯竭中，而这段时间正是大盘的筑底时期，如图 8-10 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

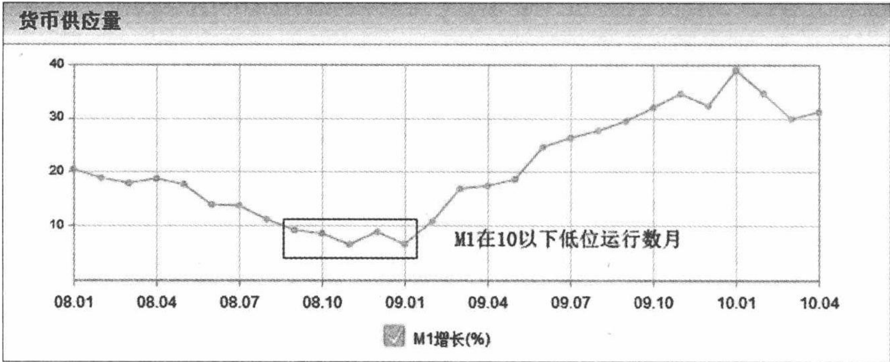


图 8-9

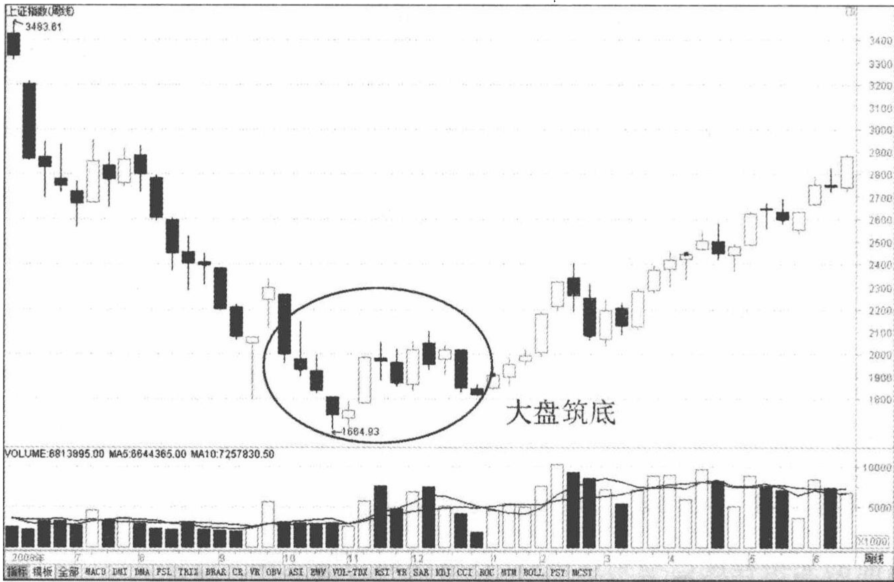


图 8-10

再如图 8-11 所示，从 2009 年 6 月开始，国内 M1 增长率一直高于 20，这反映出市场资金面的充裕很可能难以为继，大盘可能随之出现调整，而从 2009 年 8 月大盘开始进行调整，如图 8-12 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

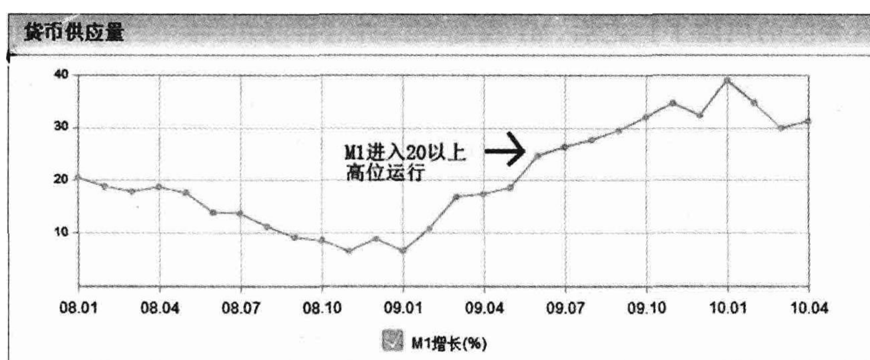


图 8-11

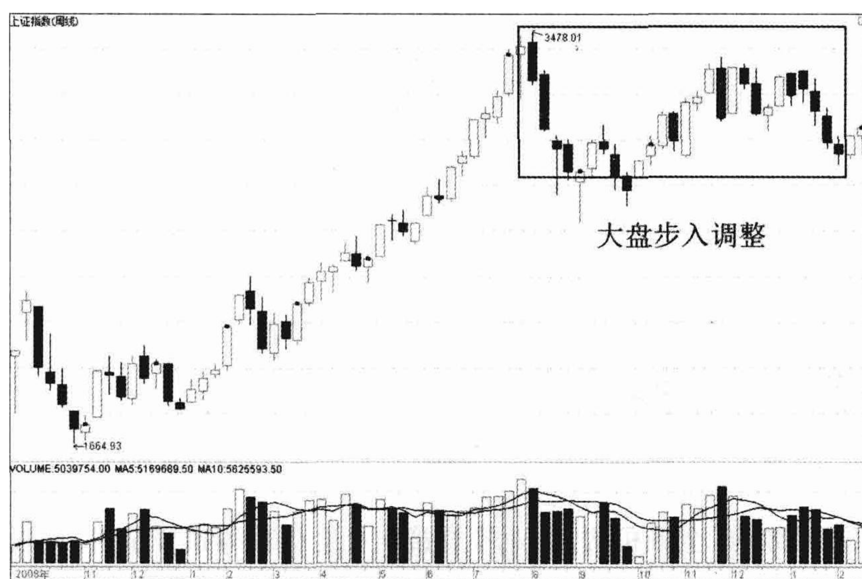


图 8-12

法则二：M2 高于 M1 且两者之间背离达到极值时，股市由熊转牛的概率很大；反之 M1 高于 M2 且两者之间背离达到极值时，股市由牛转熊的概率很大。

如图 8-13 所示，从 2008 年 6 月开始，国内 M2 超过 M1，从 2008 年 10 月开始，两者的差值愈发拉大，到 2009 年 1 月差值达到最大，与之对应的是，大盘从 2008 年 10 月到 12 月完成筑底，2009 年 1 月开始一波翻倍行情。之后，M2 与 M1 的差值逐渐缩小，到 2009 年 8 月两者黏合，这时就要注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意大盘变脸的风险了！之后，M1 反超 M2，并且在 2010 年 1 月达到极值，进一步提示了该轮反弹行情的结束。事实上，大盘 8 月份即步入调整。投资者若依据 M2 与 M1 的黏合，则能精确捕捉到反弹结束的出场点，而等待 M2 与 M1 差值达到最大，也不失为较佳的出场点。

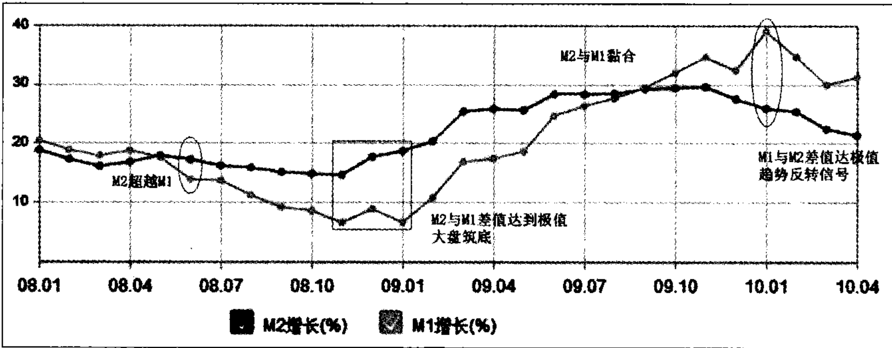


图 8-13

十年期债券收益曲线

债券是政府、金融机构、企业等直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行的债权债务凭证。每种债券都有约定的利率和本金偿还条件。对投资者来说，债券也是一种重要的投资品种。

与股票相比，债券有两个显著的特点：

- 有固定的利息收益，安全性较好；
- 虽然有价格波动，但是一般较股票价格波动小，风险与收益均相对股票而言较低。

十年期债券属于长期债券，特点是本金偿还周期特别长。由此也决定了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年期债券利息较高，同时机会成本较高。

投资者常常把不同类别的投资品（股票、商品、房地产、艺术品等）所带来的回报和十年期债券的收益进行比较；同时，十年期债券的利率水平，会极大地影响家庭开支和商业投资决策。这两点是整体经济活动的双驱动力。

债券的价格和它们各自的利率是运用于众多股票价值模型的核心原因。利率是一种解释衡量工具，在经济发生变化前几个月，就潜在地给投资者发出信号。因此，有些经济学家非常信赖十年期债券收益率曲线预测经济拐点的准确性。他们认为十年期债券收益越高，经济情况越不乐观。图 8-14 是美国十年期债券收益曲线与经济周期的关系图，图中阴影部分为经济衰退周期，从图中可以看出，每一轮经济衰退周期的到来都伴随着债券收益的走高。

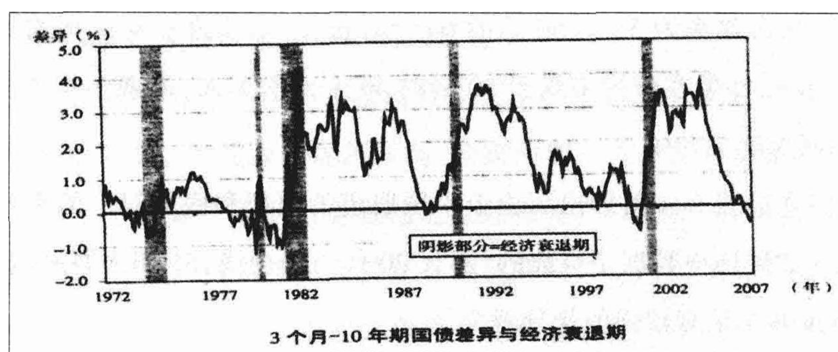


图 8-14

股市估值

股票估值是依据一定的理论和方法，对股票内在价值进行评定，其目的是判断股票当前价格是高还是低，是否值得购买。股市的估值是判断股市整体是否具有投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

一般而言，股市估值由股市的平均市盈率衡量，平均市盈率由所有股票的市盈率加权计算得来，它在一定程度上反映了股市整体的价格 / 收益比。股市越是到了相对高位或者相对低位的时候，分析人士越看重对应的估值数值。换言之，在一轮牛市中，股市平均市盈率最有用的地方就是抄底和逃顶。

传统价值投资理论认为，市场平均市盈率在 20 倍以下时，对应的是大牛市的相对底部；而市场平均市盈率在 55 倍以上，则对应的是大牛市的相对顶部。历史上，沪市 A 股的平均市盈率在 10.65~76.7 之间波动。

在 1993 年 1 月至 2005 年 12 月的 156 个月度样本中，在市盈率低于 20 倍的 10 个月份买入，未来 3 年的平均年回报率为 30.71%，亏损的概率为 0。在市盈率为 20 到 35 倍的 33 个月份买入，未来 3 年的平均年回报率为 34.00%；在市盈率为 35 到 50 倍的 64 个月份买入，未来 3 年的平均年回报率为 8.30%；如果在市盈率高于 50 倍的 49 个月份买入，未来 3 年的平均年回报率则为负 1.79%。

我们通过表 8-4 整理出历史上中国股市的顶部和底部对应的平均市盈率水平。如果历史数据是可靠的，那么 20 作为安全线，55 作为警戒线，对于抄底逃顶操作是有较强的指导意义。

表 8-4

对应大盘阶段	时间	点位	平均市盈率
底部	1994 年	325	10.65
	1996 年	512	19.44
	2005 年	998	15.42
	2008 年	1664	13.76
顶部	1997 年	1510	59.64
	1999 年	1756	63.08
	2001 年	2245	66.16
	2007 年	6124	69.64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些价值投资者往往片面地看重估值的绝对数值，而忽略了一个致命的因素:周期。这是我特别要强调的一个因素。估值必须放到周期中去考虑才更具有实际的指导意义。关于这一点,在本书的其他部分有详细的阐述。

土地开发量(FIFO 原则)

作为投资者,当我们研究经济周期和投资周期,布局抄底或者逃顶的时候,一定要关注房地产市场,其中重要的指标有土地开发量等。

永远不要低估住房建设在国民经济中发挥的重要作用，人人有房是世界各国人民推动经济增长的主要助推器，住宅建设是对经济环境最敏感的一个因素,也是周期性最强的影响因素之一。

房地产周期与经济周期及投资周期关系甚密，对它的研究可以追溯到 20 世纪 30 年代。库兹涅茨提出所谓“建筑周期”,此后关于房地产周期的研究层出不穷。房地产周期与金融稳定息息相关。20 世纪 80 年代,美国银行业危机中，房地产信贷损失及其诱发的风险就是银行倒闭的重要原因。20 世纪 90 年代,房地产在日本泡沫危机和亚洲金融危机中都扮演了非常重要的角色。进入 21 世纪,国际低利率与较多的流动性使得主要发达国家房地产价格不断攀升,住房抵押贷款在金融部门占有举足轻重的地位,之后房地产泡沫破灭,美国次贷危机将全球经济拖入衰退。

每个投资者都应该记住:房地产繁荣总是每轮经济繁荣的先兆,房地产衰退和危机也总是每一轮衰退的信使。将这一描述上升到理论就是 FIFO 原则(First In,First Out)即先进先出原则。住房建设这个因素是经济低迷期到来之前最先出现衰退趋势的领域之一。同时,也是经济衰退期临近尾声时首先恢复活力的领域之一。个人购房的增加说明了(1)个人对自己的财务状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况相当自信;(2)对未来的经济趋势也相当乐观。这些都是繁荣的前兆。

土地开发量是衡量房地产景气程度的重要指标。通过土地开发量曲线，可以清晰地看出其与经济周期和投资周期的相关性。如图 8-15 所示，这是 2008 年初到 2010 年初的全国土地开发面积曲线图。从图上可以看出，整体的趋势是向下的，而由于政府的救市计划和刺激性财政货币政策，2009 年 3 月至 2010 年 1 月，土地开发量有两次反弹，但是到 2009 年 2 月，救市与经济刺激的效用基本结束，土地开发量又遽然跌回。

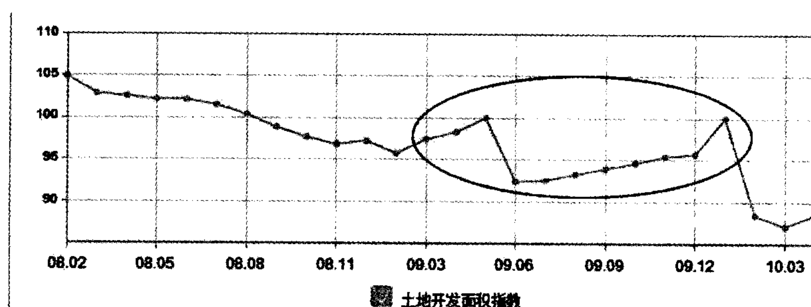


图 8-15

大宗商品价格

经济学家认为：商品的价格是最好的商业晴雨表。从商品价格特别是大宗商品的价格变化趋势能最直接地洞察商业周期的变化。

所谓大宗商品（Bulk Stock），是指可进入流通领域，但非零售环节，具有商品属性用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品。在金融投资市场，大宗商品指同质化、可交易、被广泛作为工业基础原材料的商品，如原油、有色金属、农产品、铁矿石、煤炭等。包括 3 个类别，即能源商品、基础原材料和农副产品。

大宗商品在全球生产、消费中扮演着十分重要的角色，是全球经济运转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要资源。全球经济向好或者市场预期全球经济走好，大宗商品的需求就会增加，价格则会上涨；反之，预期全球经济衰退或者市场预测全球经济走坏，大宗商品的需求就会减少，价格则会下降。而当大宗商品价格上涨周期过长价格过高时，也往往意味着一轮经济繁荣即将走到尽头。这是因为过高的大宗商品价格不但预支了未来的预期，也实际抬高了经济发展的成本。

美国的统计数据表明，国际铜价走势与 GDP 走势存在高度的相关性，如图 8-16 所示。

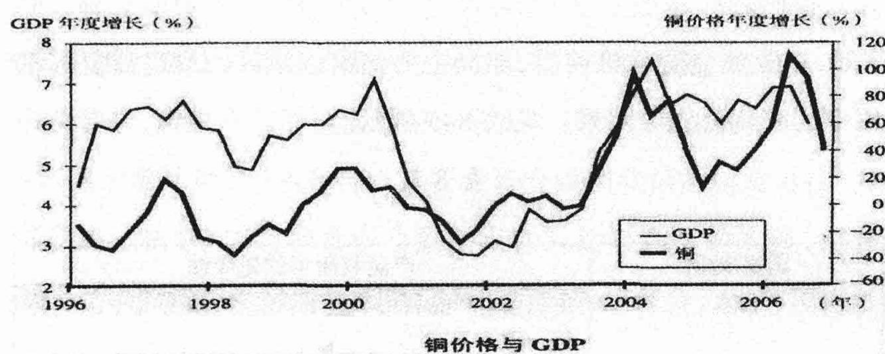


图 8-16

在各类大宗商品中，石油是最重要也是最具有代表性的一类大宗商品。从历史经验看，每次石油价格创新高，都会带来经济衰退。

产能利用率

产能利用率是衡量一个国家的制造部门在生产创造过程中，在多大程度上对国内产能进行了利用。从数值形式上讲，产能利用率就是工业生产指标与总体产能指标之间的比值。或者说产能利用（Capacity Utilization）也叫设备利用率，是工业总产出对生产设备的比率，简单地理解，就是实际生产能力到底有多少在运转发挥生产作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统计该数据时，涵盖的范围包括制造业、矿业、公用事业、耐久商品、非耐久商品、基本金属工业、汽车业及汽油等八个项目，代表上述产业的产能利用程度。

通常产能利用率低（78％以下）意味着国民经济即将进入衰退期，或者已经处于衰退期。而产能利用率达到或接近90％的水平意味着国民经济即将进入繁荣期，或者已经处于繁荣期。同时，银行利率便出现同步上升（繁荣）。因为产能利用率这项指标与实际生产关系最密切，所以它是最值得注意的先行指标之一。

比如，在亚洲金融危机前后，亚洲主要国家或地区的衰退或复苏都以产能利用率的变化为先导因素。见表8-5所示。

表 8-5

国家/地区	产能利用率的先导性
日本	危机前，产能利用率呈下跌趋势，与股市长期趋势相一致
韩国	危机后，股市反转的催化剂
台湾	产能利用率和股市基本保持相同趋势
泰国	危机后，产能利用率的企稳上升比股市提前3个月

从数据经验看，产能利用率的趋势改变，往往会提前预警股市的趋势改变。

除了对一国的整体产能利用率保持跟踪和分析以外，从重点行业的产能利用率数据也可以看出经济的景气周期，通过对关键行业的产能利用率数据分析，也能提前预判出整体经济的未来走势。

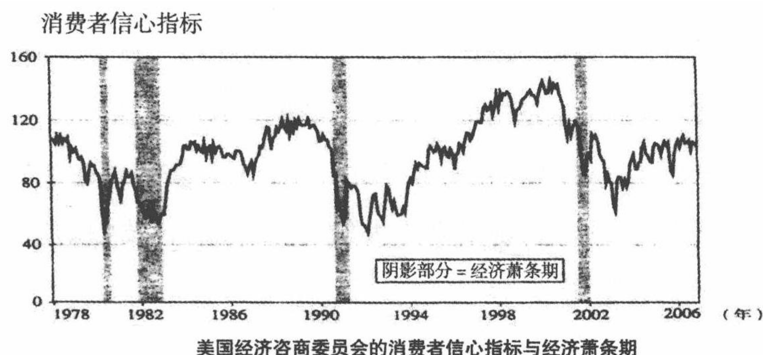
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者信心指数

消费者信心指数(Consumer Confidence Index ,CCI)是反映消费者信心强弱的指标,是综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。消费者信心指数由消费者满意指数和消费者预期指数构成。消费者满意指数和消费者预期指数分别由一些二级指标构成,包括对收入、生活质量、宏观经济、消费支出、就业状况、购买耐用消费品和储蓄的满意程度与未来一年的预期,以及未来两年购买住房及装修、购买汽车的预期和对未来6个月股市变化的预期。

中国国家统计局从1997年12月开始研究编制我国的消费者信心指数,每季度发布一次《中国消费者信心监测报告》,经过几年的实践,消费者信心指数已经成为我国经济景气指数体系的有机组成部分，受到国内外的关注。

在经济循环中,消费者信心指数被视为经济强弱的同时指标,与经济目前的景气状况有高度相关性。如图8-17所示,从美国的统计资料可以看到,消费者信心指数极同步地反映出经济繁荣萧条。



(资料来源：美国经济咨商委员会，美国国家经济研究局)

图 8-17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般而言，股市投资人偏好向上增长的消费者信心指数，因为其代表着消费者有较强烈的消费商品与服务意愿，有利于经济扩张。债市投资人则偏好向下减少的消费者信心指数，因为其代表着消费意愿不强，经济趋缓的可能性提高。

就业情况

就业情况是宏观经济学十分关注的一个因素，宏观经济学的开山之作《就业、利息和货币通论》第一个词就是“就业”。就业方面的数据之所以重要，是因为他们能够反映出企业、公司及其机构究竟如何看待目前和未来国民经济的发展趋势。而企业、公司等又是现代国民经济的核心组织，他们的对未来经济的看法和信心强弱，直接影响到真实经济的运行状况。

持续时间

通过前面几章关于经济周期的介绍，我们已经知道了经济不可能一直繁荣，也不可能一直衰退，繁荣与衰退总是交替运行。繁荣的时间长了，就会孕育出衰退的种子，衰退时间长了也会酝酿出繁荣的诱因。

通常情况下，衰退时间持续 1 年至 1 年半时，需要注意经济趋势的转折；而繁荣持续 2 年以上，且没有重大的、划时代的科技创新出现，就需要警惕经济趋势的转折了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　“护城河”出大牛股

什么样的公司，股票能够上涨10倍？当然是有强大的持续竞争优势的公司。有持续竞争力，才能在市场长期生存，长期高速发展。持续的竞争力就像宽阔的“护城河”，将竞争对手摈绝在外，为投资者带来复利收益效应。

所谓竞争优势，是一个非常重要的概念，在早期的价值投资者眼中，账面资产是不是被低估占据了分析的核心地位。不过随着价值投资的发展，企业是否能够持续取得更高水平的收益成为分析的核心，而要保证企业做到这点，则只能靠它们自身的竞争优势，特别是持续的竞争优势。

持续竞争优势是指企业特有的、针对竞争对手发掘的、能让企业持续超越竞争对手的能力。企业持续竞争优势既可以是内生的，由内部核心能力决定，也可以是外生的，由外部环境条件赋予。迈克尔·波特认为一个企业只要能够长时间维持高于其所在产业平均水平的经营业绩，就可以认定这个企业具有持续竞争优势。持续竞争优势包含两层含义：一是企业所能为客户创造的价值方面具有超越竞争对手的能力重构的动态过程；二是竞争优势不一定只反映在更高的利润率上，因为企业可能将当前利润进行了长远投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，以获得能够长期为顾客创造价值的潜能。

竞争优势理论

竞争优势，是指不同于竞争者的特质，如企业的创新能力比对手强，那么它的新产品开发就快且准；又如企业的品牌有独特魅力，能更多地吸引顾客，就更容易开拓市场或扩大销售。

根据迈克尔·波特的理论，三种战略可以为企业带来竞争优势：成本领先、差异化、聚焦集中。成本领先就是企业成为行业内的低成本制造者，这往往通过经济规模来实现。差异化也在行业内占据独一无二的地位，被顾客广泛接受和欣赏，可以实现差异化的领域有：产品、渠道、销售、市场、服务、企业形象，等等。而聚焦集中意味着企业成为某一细分市场或行业中的最佳。

能做到以上三点的企业，都有可能获得超越对手的竞争优势。然而这种竞争优势能否持续呢？企业怎样才能有持续竞争优势，一般有以下四种看法：

第一种看法以迈克尔·波特为代表，认为企业的竞争优势来源于企业所处的产业结构和企业在该产业中的相对市场位势。企业在五种竞争性力量（新竞争者的进入、替代品的威胁、买方的讨价还价能力、供方的讨价还价能力和现有竞争者之间的竞争）的作用和影响下，能以低于竞争对手的成本来完成这些活动，或能以特异的方式创造客户价值，或能在某一细分市场内获得高于产业平均水平的收益，企业就能获得持续竞争优势。

第二种看法以沃纳·菲尔特和巴尼等人为代表，认为企业的可持续竞争优势源于企业所拥有的资源，尤其是那些有价值的、稀缺的、不可完全模仿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和不可替代的异质性资源。企业只有实现资源价值的差异化和最大化，使竞争对手无法复制该资源，才能获得可持续竞争优势。而且，外部环境和顾客价值是不断变化的，企业必须保持资源的价值性和稀缺性，以应对这些变化。

第三种看法以普拉哈拉德和哈默尔为代表，认为企业竞争优势的来源在于内生的"核心能力"。企业通过自身独特的、有价值的、根植于企业组织内部的核心能力获得持续竞争优势。此观点强调在企业内部行为和过程中所体现的特有能力，强调企业应培育使竞争对手难以模仿、能为顾客创造显著价值并能开辟潜在市场的核心竞争力。

第四种看法认为，由于产业环境的动荡和不可预测，只有创新型企业，即那些不断应用创新来提高产品及服务差异性的企业，才可能获得可持续竞争优势。技术创新是形成和提升企业可持续竞争优势的关键要素和源泉，离开技术创新，企业的可持续竞争优势就成为无源之水、无本之木。

三类假"护城河"

能否选中可以带来10倍收益的大牛股，就在于你买入的公司是否有"护城河"，以保证持续的高增长。有些企业，表面看起来有强大的竞争优势，然而它们的"护城河"却是假护城河，经不起时间的考验，往往被对手轻易攻破。如果投资这类公司，等待的结果就是一场空欢喜。通常有三类假"护城河"容易让人对企业的竞争力产生错误的判断：

- 企业拥有优质的产品
- 企业拥有高市场份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 企业的有效执行力和卓越管理

先看第一条，企业拥有优质的产品。

不错，拥有优质的产品固然是优秀公司的表现。但是今天的市场竞争激烈异常，市场上产品的更新换代速度非常快。某种优秀的产品或许只能在市场上占据两三年的优势，之后新产品或者替代产品就会对其发起猛烈地挑战，这项产品甚至这家公司的地位都将面临极大的变数。而且，即使未被其他产品替代，在竞争之下，其利润率也会快速下降。因此优质的产品并不能保证持续的竞争力。

再看第二条，企业拥有高市场份额。

市场份额的占有率是一个经常变动很大的指标。企业现有的高市场份额是由什么原因造成的？可能是年初的降价带来了一份漂亮的报告，那样就会牺牲企业产品的利润率；也可能是其他短期营销效应促成了市场占有率的提高，但是当其他竞争对手反应过来后，也会采取相应的营销对策，那时高市场占有率的漂亮数据可能转瞬即逝。

还有一个问题是，在分析企业高市场占有率时，必须先搞清楚其行业的发展情况。如果行业是在衰退中，其他竞争对手纷纷转型，某一家企业在此时扩大了市场份额，也不能增加我们对其未来的期望。

再看第三条，企业的有效执行力和卓越管理。

我们之所以认为卓越管理和有效执行力也不足以支持持续的竞争优势，原因在于这些要素是容易被竞争对手复制的。企业的管理模式可以被竞争对手学习采用，企业的优秀管理层可以被竞争对手挖角。所以管理带来的优势往往在不长的时间里，就会被竞争对手的追赶所削平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上三种假“护城河”可以保证企业在一段时间里的相对优势，但是不足以支撑持续的竞争优势。这三类假“护城河”型的企业，也不是我们最看好的、最有价值的公司。只有拥有真“护城河”的企业，才能持续稳定地占有竞争优势，进而持续高速发展，给投资者以高额回报。

四类真“护城河”

真“护城河”有许多，需要投资者不断去挖掘，在此我们介绍四项真“护城河”竞争力要素：

- 企业拥有的无形资产
- 客户转换成本
- 网络经济
- 成本优势

同样，我们逐一进行分析。

先看第一条，企业拥有的无形资产。无形资产是指品牌、专利或法定许可等，它能让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或服务。

通常而言，价值投资应该选择那些具有二三十年以上市场性专利的企业，如果一个企业的竞争优势持续期限不能达到10年以上，那么这通常不能称为市场性专利，顶多看作一个暂时的竞争优势而已。在巴菲特看来，市场性专利应该在15年以上才算勉强合格，那些不能保证10年后还能维持超额利润的企业，根本不在巴菲特市场性专利的范畴之内。市场性专利的程度与利润率有关，一个企业的产品溢价越高，则其市场性专利的程度越深。同时，市场性专利的持续程度也很重要，那些日用消费和医疗保健类企业通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常具有很长时间的竞争优势，而那些技术型和依靠大量资本支出的企业则非常短命，即使活下来也在一个令人觉得勉强的收益水平上挣扎。

迈克尔·波特认为竞争优势来自低成本和差异化，其实事情远远没有那么简单，低成本的优势很多时候是不可持续的，这样的企业很难具备所谓的市场性专利，因为降低成本的行为通常会被同行业的人士所追随，最后企业会在某个成本水平下放慢速度。同样，市场性专利也不可能依靠科技水平，因为技术很容易就成为了明日黄花，通常而言，投资大师们是不碰那些高科技企业的，格雷厄姆如此，巴菲特更是如此，连彼得·林奇和索罗斯也对高科技企业不感兴趣，要知道后面两位大师的投资范围和投资数目都远远超过格雷厄姆和巴菲特。

通常而言，那些拥有市场性专利的企业都具有某种产品差异，特别是那些具有配方型市场专利的企业，比如可口可乐、吉列等。通常而言，恰当的定位是这类优势的基础，但是仅仅凭借与众不同的产品和服务并不能保证企业拥有持久的竞争优势。如果一个特征不能保证一家企业拥有持久的生命力，则这家企业就不是一个拥有市场性专利的企业。如果一样产品差异很容易为对手所模仿，那么这样的优势是很脆弱的，大多昙花一现。很多信息技术主导下的产品可以带来更好的性能，也可以制造出其它设备没有的特色，比如 MP3 和 MP4 的发明，比如可以摄像的手机，但是这些特色很快就在整个行业扩散开来。所以，具有显著的特色、实行差异化战略并不能保证企业拥有持久的竞争优势，既然竞争优势不能持久，那么这就不应该算作具有市场性专利。

迈克尔·波特只注意到了那些具有竞争优势的企业所实现的战略，但是他却忽视了竞争优势的持久性，如果一项竞争优势是短暂的，那么对于企业的长期生存和发展没有太大意义，技术类的企业不能给企业股东带来持久的良好回报，虽然他们一直在不断进行创新，提高产品性能和增加新的功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能，但是仍旧面临竞争对手的你追我赶，其竞争优势表现出极其脆弱的一面。想想 IBM 的回报率和可口可乐的回报率，IBM 曾经是热门企业的领头羊，但是现在却不断面临利润下降和创新瓶颈的问题，即使像苹果这样起死回生的企业，也一定会面临新的激烈竞争。苹果创始人乔布斯重回苹果公司后，利用 iPod 和 iPhone 重新打开了市场，这两项产品极具差异化，但是不可否认的是在一两年内很快就有竞争者会跟上来。

所以产品差异化本身并不能保证持续的竞争优势，也就无从谈起市场性专利的存在。

除了那些实物形态的差异化，还有一种品牌差异化，这更是与定位理论相关，大量的日常消费类企业利用了此项战略，那些服饰品牌，比如耐克、阿迪达斯和 LV 等就利用了品牌差异化战略，当然也可以认为可口可乐和百事可乐运用了这一战略，不过后两者却具有不可为外人复制的配方专利，这就好比中国的东阿阿胶和云南白药，以及五粮液和茅台这些品牌一样。西格尔统计出那些日常消费品企业通常拥有超乎平均利润的收益状况，看来还是有一定原因的，这类企业的定位优势通常不是依靠低成本优势，也不是依靠实物形态的显著差异，而是依靠巴菲特称为“经济商誉”的东西。很多服装品牌、饮料品牌以及其他并非依靠技术和低成本优势的品牌都具有很高的商誉。

我们以蒂凡尼公司和索尼公司为例说明，前者是经营珠宝的公司，而索尼则是以电器生产为主的公司。两个公司似乎都有良好的定位和品牌，但是蒂凡尼公司的品牌并非基于技术和成本，这使得它具有较好的持续竞争优势，而索尼公司则几乎依赖于技术和成本优势，这使得它与松下以及其他同类公司的竞争非常激烈。判断那些品牌公司是否具有持久的竞争性优势，应该看品牌本身是否能够让消费者支付一个溢价，也就是品牌产品卖出了远远高于同类产品的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一类构成持续竞争优势的无形资产来自于法律上的专利，比如制药厂获得的专利，某一技术公司获得的专利，或者政府给予的专利和专营权，比如烟草等。这类专利基于管制而存在，所以法律和政府行为对这类专利起了很多的影响。那些医疗保健类的企业，比如辉瑞制药等，通常享有这类竞争优势，西格尔的统计也表明了这类企业具有持续竞争优势，所以制药类企业可以重点关注。

再看第二条，客户转换成本。企业出售的产品或服务让客户难以割舍，这就让企业拥有定价权。

一类厂商是通过某种形式的转换成本来锁定消费者，举个简单的例子，一家宽带介入服务商在新修的楼层里预先安装好了宽带接入插口，其他服务商如果再介入的话则面临双输局面，这时候居民将因为很高的转换成本而不能不接受预装了宽带接入插口的服务商。如果转为其他宽带接入商，则居民将花费很大的精力和更多的金钱。

高转换成本是厂商具有的某种竞争优势，但是这类优势是否能够持久也取决于高转换成本是否能够持续。在中国内地，上世纪 90 年代的时候，除了接入电信的固定电话服务，一般家庭很难选择其他的通话服务商，那时候使用移动通讯将面临很高的转换成本，不过从 2001 年开始，大量的人群由固定电话转向移动电话，特别是在 2007 年，中国电信和中国网通每月要损失很多客户，而中国移动和中国联通则不断有大量的新客户涌入。往日的高转换成本不复存在，这使得中国电信的独家垄断优势一去不复返。所以，高转换成本通常可以经由技术进步和管制变迁而发生改变，由于技术进步是非常迅速的，所以高转换成本通常也是不能持续的。不论是规模效应还是高转换成本，以及前面提到的低成本和有形差异化都与技术有密切关系，只要与技术进步有密切关系的行业和企业，都不可能具有持续的竞争优势，当然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也无从谈起具有市场性专利。

再看第三条，网络经济。

比如 B2B 网站，以阿里巴巴为例子，又或者是 C2C 以易趣和淘宝为例子。很多现在的投资分析家，包括晨星公司在内都认为这类企业具有持续竞争优势，因为这类公司的网络外部性使得用户增多带来更多的用户，这样形成了良性自加速循环。但是，想想以前的邮政系统和电报以及固定电话系统就知道，这类企业的成长性也在很大程度上取决于技术和与之相关的成本。具有网络效应的企业百年前就已经出现，但是其竞争优势并不持久，所以它们很难具备巴菲特所要求的市场性专利。

相比而言连锁经营是比虚拟世界的网络更牢固的网络经济。成熟的连锁经营商，拥有强大的品牌、可复制的产品或服务，拥有广阔的发展空间，如爱尔眼科等，这是一种非常强大的经济护城河，它可以把竞争对手长期地拒之于门外。

再看第四条，成本优势。

这也是迈克尔波特提出的竞争优势，这类优势通常难以持久，不过如果这类优势是建立在组织形式或者赢利模式之上的，则可以维持较长的一段时间。这就是有些企业通过流程、地理位置、经营规模或特有资产形成成本优势，这就让他们能以低于竞争对手的价格出售产品或服务。

比如美国西南航空公司的点对点飞行模式，使得该公司的利润水平大大超过了其他航空公司，这种优势持续的时间也很难预料，所以通常很难称作商誉，毕竟航空业还是涉及技术和大量资本支出的行业，技术和大量资本支出都是巴菲特最为讨厌的特征。低成本的企业通常没有配方型专利，像西南航空公司这类企业可能具有某些地域性垄断专利，但是由于其基于技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和大量资本支出之上，所以很难想像其未来的竞争能力。像联邦快递之类的大物流公司，似乎也具有某些地域性优势，但是这些都是建立在技术和大量资本支出之上，所以也很难令人信服地将他们归纳为市场性专利类公司。

规模经济效益，也就是规模越大带来越低的成本水平，这可能造就一个显著的竞争优势，但是当规模达到一定水平时，规模效益就停滞了，甚至开始下降。像沃尔玛这类企业，当它的扩展达到边界时，其收益将稳定在某一水平。这时候它成为一个在位厂商，新的破坏性创新厂商可能会通过另外的组织形式颠覆沃尔玛的地位，这就像沃尔玛以前通过小镇战略颠覆了西尔斯等巨头一样。再比如国美电器、苏宁电器这些家电销售巨头，它们具有的成本优势，对竞争对手造成致命的打击，所以我们才能看到国美到天津开店，天津所有家电销售公司前来砸场的新闻。但是，这类竞争优势通常也是不稳定的，很难达到巴菲特所要求的年限，即通常需要能在 15 年甚至 30 年以上的预见范围内保持竞争优势。

巴菲特股票池的启示

本小节的主题就是通过巴菲特对行业板块的选择来告诉本书的读者哪些行业前景远大值得我们参与。欧洲四大名将亚历山大、汉尼拔、凯撒和拿破仑都强调兵力集中的重要性，拿破仑甚至认为兵力集中是军事学上的第一定律。巴菲特的投资之道也是如此，作为一个经济学的学生，他在大学就应该熟悉利润最大化的资源分配原则，那就是将资本优先配置给那些能够带来最大收益的项目，而不是平均分配。作为一个资本管理者，巴菲特自己也身体力行此原则，同时他对那些投资对象的筛选也会用到这条规则，那些善于留存收益的管理者为巴菲特所青睐，巴菲特坚持每一美元的投资必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用到收益最大的地方,如果企业管理者不能找到更好的再投资项目,就应该把资本以红利的形式返还给股东。

在股票投资中,巴菲特始终按照目标公司的长期收益状况来分配资金:首先将资本分配给几个投资对象中收益最高的一个，如果还剩下资金则分配给收益第二高的那个,按照收益的高低排定资本分配的优先顺序,只有坚持这样的资本分配方案才能实现利润最大化。巴菲特在大学学习了多年的经济学，对于微观经济学的效用最大化原则和利润最大化原则掌握得滚瓜烂熟,他经常提到的梅纳德·凯恩斯也是一位经济学家,该人曾经参与了二战后的国际经济体系重建，在股票投资上也认为应该集中投资才能利润最大化。平均化分配资本违背了经济学上的竞争定律,也就是通过竞争使得整体收益最大化。巴菲特的方法是让各个潜在的投资对象凭借其自身的长期收益率来竞争巴菲特的货币选票,谁的收益率高,就先把资金分配给它。

我们已经知道了巴菲特集中投资的第二步，那就是将资金按照收益率高低依次分配给潜在的投资对象。那么如何确定潜在的投资对象呢?这就涉及巴菲特集中投资的行业板块了。

前面我们已经讲到了"市场专利"与长期竞争优势是相关的,而长期竞争优势又与企业的收益率高低相关。巴菲特的投资对象主要集中在那些高于平均水平收益率的公司，这些公司基本都是具有较强“市场专利”的企业,如果一家公司的"市场专利"较弱,那么必须拥有一个能力卓越并且坦诚的管理层才行。

具有市场性专利的企业至少具有如下特征中的一条，而具有这些特征的企业一般就是巴菲特的准集中投资对象，但是要成为真正的准集中投资对象,则该企业还需要在巴菲特的"能力范围"之内。

第一,企业提供的是具有品牌的快速消费品,这类快速消费品具有重复消费的特征;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，企业需要借助广告来维护其产品的品牌价值和销售，同时利用广告的大额支出制造进入壁垒，比如宝洁和可口可乐；

第三，具有渠道或者地域垄断性质的公司，比如发布广告的媒体和大的零售商。

至少符合这三个条件之一的行业板块就是巴菲特集中投资的行业板块。我们来看看都有哪些具体行业：

- 具有专利的制药厂，比如百时美、默克、辉瑞等具有专利的制药厂商。由于药品的需求价格弹性很小，所以专利用药在恰当的范围内可以保证一个较高的定价，除去当初高昂的研发成本和较低的制药成本，拥有专利的制药商可以在较长时期内保持一个较高的收益水平，而这正是巴菲特需要看到的情况。那些具有专利的制药厂通常都具有我们前面所说的配方型市场专利。

- 具有品牌的食品公司，比如箭牌口香糖公司等。这类公司的竞争优势在于它们的品牌已经深入了人心，而且它们也具有某种程度的配方型市场专利。比如箭牌口香糖，箭牌几乎成了口香糖的代名词，中国的年轻人都知道箭牌口香糖，这就是箭牌公司的品牌效应所在。而且这类产品的消费量也特别大，至少是重复消费类产品，不像耐用消费品，比如汽车，重复消费量很小。

- 快速消费食品公司里面，还有一类比较特殊的，就是饮料和烟草类公司，比如百事可乐、可口可乐和一些著名的啤酒公司、葡萄酒公司，以及菲利普·莫里斯公司。这些公司的业务也非常简单，而且其竞争优势也多是配方型市场专利。

- 品牌日化产品公司。比如化妆用品、洗发护发用品、洗涤用品等，比如联合利华、宝洁和吉列公司。这些公司有着丰厚的利润率和较高的股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报率，其品牌价值和市场销量都令人乐观。

- 品牌快餐连锁公司，比如麦当劳、肯德基和必胜客等，后面两家公司都隶属于百盛集团。快餐的消费量是巨大的，其密集的网络具有地域垄断性市场专利。

- 品牌服装公司，巴菲特持有耐克公司的股份，像一些著名的服饰公司都属于此范畴，比如阿迪达斯，路易斯.威登等。

- 广告代理商公司，电视、报纸、杂志等。这些公司具有地域垄断性专利，巴菲特非常热衷于媒体投资，他持有华盛顿邮报集团的股份和大都会/美国广播公司的股份，这两家公司占了总资金的很大比例。

巴菲特的投资集中于上述这些行业板块，前面我们已经提到了西格尔对长期以来美国经济中具有高股权回报率公司的统计，他发现日用消费品、医疗保健产品和服务以及能源三个行业板块具有最高的持久股权回报率，这与巴菲特集中持股的板块非常吻合。

以财务数据评估发展潜力

巴菲特流派使用的财务准则，对于没有会计基础知识的人而言，理解起来比较困难。比如巴菲特看中**股权回报**率而非每股收益率。股权回报率又称净资产回报率和股东权益报酬率，它是净利润除以股东权益或者净资产。但是，很多投资者是采用每股收益来衡量公司的绩效，如果每股收益持续提高，则投资者认为公司经营有了很大的进步，业绩有了很大提高，但是每股收益是一个绝对值，通过更多的资本投入也可以创造较高的每股收益。巴菲特和晨星公司都提倡采用股权回报率来考察公司的财务和经营绩效。巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特知道很多公司的管理者都惯用每股收益来误导投资者，比如宣传每股收益创下了新高，其实很可能公司每一块钱资本的盈利能力是下降的，但是由于绝大多数投资者只看重收益的绝对值，所以容易被这类数据所误导。巴菲特认为股权回报率较每股收益更能衡量企业的经营绩效，这一指标将追加资本和留存收益再投资考虑进去了。

巴菲特非常注重**现金流**，晨星公司也特意将自由现金流和股权回报率结合起来使用。巴菲特喜欢那些现金流流入多于流出的公司，也就是那些拥有充足自由现金流的公司。巴菲特使用“股东收益”来衡量现金流的变化，所谓股东收益就是净收入加上折旧和摊销，然后减去资本支出，这有点类似于自由现金流的计算。

另外，巴菲特还特别注重**利润**率，具有较高利润率的公司通常能够引起巴菲特的注意，巴菲特会深入研究这类公司的利润水平能否长期保持，这又涉及到长期竞争优势和市场专利方面的问题。利润率与成本密切相关，巴菲特对于成本非常重视，那些能够很好控制成本的公司都能得到巴菲特的赞赏。

对于**留存收益**，巴菲特认为这是检验管理者是否明智和再投资是否恰当的一个较好指标。从公司的净收入当中减去红利，剩下的就是留存收益。公司能否恰当高效地使用留存收益是巴菲特非常关注的一个问题，那些大手大脚花钱的管理者，巴菲特极其厌恶。如果一个公司的每一美元留存收益没有创造出更高的价值，则表明管理者在资金运用上存在严重的问题。对于多元化经营，巴菲特一般不看好；巴菲特最不想看到管理者缩减红利，留存大量的收益于多元化。

我们已经了解了巴菲特在利用财务指标选择投资对象方面的见解，现在我们来看看哪些指标最能反映公司未来的收益和发展潜力，我们了解这些财务指标，并对他们的优缺点进行介绍，这样在评估公司发展潜力的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上我们将拿捏得更加准确。

所谓的**收益**就是相对于公司投入的本金数量，产生了多少的回报。只有深究回报率我们才能区分清楚优质的公司和拙劣的公司表现。虽然公司的资金来源性质很多，但是这并不影响我们去评判一家好的公司经营的好坏。通常而言，很多专家都建议将每股盈余与经营性现金流进行比照。但是，除了查看上市公司的净毛利率和经营性现金流之外，我们还必须知道公司每一美元的资本可以产生多少的利润，无论是林奇还是巴菲特都非常看重这个数据，因为这是评价公司今后资本分配的关键所在。如果公司拥有大量的现金流，但是投资收益却非常低，那么林奇和巴菲特都主张将这些现金分配给股东。如果一个公司管理层执意要进行低效率的再投资的话，两位价值投资大师都会否定这家公司的前景。只有在再投资具有客观的回报率时，管理层才应该避免回购股票和分发红利。那些低效率的公司管理者势必会浪费大量的资金于某些扩张的业务上，最终市场的优胜劣汰机制会让这些人尝到苦果。

在林奇看来，无论是股票投资，还是从事事业经营，其背后的原理和追求都是一样的。一位共同基金经理的想法应该与一家零售公司所有者和管理者的想法一致，两者都需要考虑收益最大化问题。为了收益最大化，两者都需要先将资源分配到收益率最高的项目上，然后按照收益率从高到低分配剩下的资本。如果存在任何一个投资项目违背了这一原则，那么都无法实现经济效益最大化。本来你可以赚到每年 15%的收益，但是出于某些个人的原因你将资金投到了年收益不足 5%的项目上，几年下来你会落后很多，优胜劣汰的法则会将你扫地出门。

正是为了使自己的资金收益最大化，我们应该考虑自己投资的公司是否也能最大化其资金的收益。在这一点上而言，持有股票和持有一家公司是一个概念。两者都关心公司的资金运用是否具有效率。公司与投资者没有什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么太大的区别，它们拿着股东和债权人支付的资金去创造财富。

评价公司收益状况或者说增长潜力的工具有两大类，一是资本回报类，二是现金流类。首先，我们来看看资本回报类指标，属于这范畴的指标有资产回报率、股东权益回报率和投资回报率。下面我们分别介绍。

资产回报率是净利润除以资产得到的，这个指标显示了每一美元的资产产生了多少的利润。具体而言资产回报率是由销售净利润率和资产周转率两者的乘积构成。而销售净利润率则是由净利润除以销售额得到；资产周转率由销售额除以资产得到。另外，通过净利润除以资产，也可以得到资产回报率。那些资产回报率出色的企业也就是收益高的企业，资产回报率作为衡量收益的一个手段可以将市场中优秀的企业挑选出来。以美国两家著名的零售商为例子，百思买零售公司的资产回报率十年来从5%提高到了10%，而环城零售公司的资产回报率一直徘徊在5%左右，每年相差5%的收益，10年下来是非常大的一个差距。这么大的资产回报率是怎么产生的呢？仔细查看两家零售商的销售净利润率和资产周转率，发现百思买的销售净利润率为3%，而环城零售的销售净利润率不到2%；更为显著的差距出现在资产周转率上面，百思买平均一美元资产产生了3.2美元的销售额，而环城零售平均一美元资产只产生2.5美元的销售额。

通过分解资产回报率，我们知道如果一家公司要提高自己的资产回报率，存在两个办法，一是提高销售净利润率，二是提高周转率。通常而言，一些企业的周转率高则利润率低，而另外一些企业的利润高则周转率低。零售商的利润率通常很低，但是它们的周转率特别高，对于一些大型的机械设备制造商而言，它们的周转率一般不高，但是其利润率却特别高。但是少数拥有市场性专利的公司却能够在较高的利润率上达成较高的周转率，比如中国一些知名的白酒品牌。类似这样的公司一直是巴菲特等投资大师追寻的对象。对于那些没有拥有市场性专利的企业而言，它们要想提高产品的售价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是非常困难的,也就是说提高净利润不太可行的,为了提高资产回报率,它们可以采取提高资产周转率的办法，比如进行有效率的存货管理。通常而言,高效率的存货管理可以减少资本占用数量。

我们已经探讨了资产回报率的具体构成和它们在企业收益率考核中的意义,现在来谈谈资产回报率的局限性。通常而言,使用资产回报率进行收益考察的最适合对象是那些几乎没有负债的企业。但是,在现实中很多企业都利用了债务，所以我们有必要看看在有负债的情况下如何考量一个企业的收益性。

现在我们来看资本回报类的第二个指标:股东权益回报率。股东权益回报率反映了公司使用股东权益的效率，即衡量每一美元的股东资本产生了多少利润。股东权益回报率由三个部分组成:销售净利润率、资产周转率、财务杠杆比率。三者的乘积就是股东权益回报率。由于销售净利润率和资产周转率的乘积就是资产回报率，所以股东权益回报率也可以由资产回报率乘以财务杠杆得到。那么什么是财务杠杆呢?财务杠杆就是资产除以所有者权益。通过化简,我们可以知道,净利润除以所有者权益就可以得到股东权益回报率。

资产周转率和净利润率前面已经介绍了，现在我们来谈谈财务杠杆比率。公司通过借债来扩大股东权益回报率是否是好事,主要取决于债务的期限结构是否合理,以及资产的比重关系是否合理。任何一种负债只要数量合理都能提升股东权益报酬率,过少的负债未必是好事,但是过多的负债通常都不是好事。那些经营稳定的企业,通常可以承受更多的负债,像资本密集型的航空企业,其周期性也非常强,承受过多的负债使得它们很容易破产。

由于股东权益回报率是由三个成分构成的，所以通过提高三者中的任何一个因素都可以促进股东权益回报率的提高。根据水桶原理,我们应该提高三个要素中最差的那个,比如一个零售企业,如果周转率不错,而且利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率也很高，那么提高财务杠杆是不错的选择，毕竟零售业的经营非常稳定，是一个没有太多周期特征的行业。林奇在选择股票时对于周转率和利润率是非常看重的，他认为这两个比率越高越好，只要企业能够持续维持在此水平之上就没有问题，而对于财务杠杆，林奇却同其它价值投资者一样显得谨慎而保守。价值投资者持有的期限都在几年以上，这期间宏观经济背景可能发生相当大的变化，所以企业或多或少都会面临一些困难，在经济不景气的时候，通胀率通常会下降，甚至变成通缩，这时候企业的利息负担变得更重，所以那些杠杆过高的企业难免面临破产和资金链条断裂的困境。对于价值投资者而言，债务越少越好。但是，也不是绝对的，在某些情况下，价值投资者还是允许短期内较高的杠杆比率。

追随巴菲特脚步的晨星公司给出了一个衡量股东权益回报率高低的基准。他们认为在没有大量使用财务杠杆的基础上，如果一个非金融类企业可以带来10%以上的股东权益回报率就非常不错了。如果一家非金融企业可以持续带来20%以上的股东权益回报率，那么这家公司的收益情况真的是非常良好了，如果其市盈率很低，那么真的是一个很好的购买机会。

运用股东权益回报率对公司的收益情况进行评价需要将金融类公司区别对待，银行等金融机构的财务杠杆肯定要高于非金融类公司，所以需要将银行可采用的恰当财务杠杆在非金融类公司的基础上提高些。另外，如果一家公司的股东权益回报率超过了35%，那么可能其中存在猫腻或者特殊情况，这时候你不应该被表象所迷惑。试着寻找那些股东权益回报率在15%到30%之间的企业，走中庸之道更符合价值投资的本质。价值投资就是寻找股价和公司收益之间的折中，寻找价格运动的中枢，同时寻找那些没有好过头的企业，寻找那些处在成长性和价值性之间的企业。

我们接着介绍衡量公司收益性的第三个指标，这个财务指标也是属于资本回报类的，称为投资回报率或者是运用资本回报率。资产回报率是净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润除以资产得到的，而股东权益回报率是净利润除以股权资本得到的，那么投资回报率是如何计算出来的呢？股权资本采用的是扣除利息和税收前的营运利润来除以运用资本，所谓的运用资本就是股权资本加上长期负债。运用资本加上短期负债就得到了资产，而营运利润扣除息税就得到了净利润。这个财务指标的衡量作用介于股东回报率和资产回报率之间。

现在我们来看看公司收益的第二类衡量指标，这类财务指标包括经营性现金流和自由现金流。现金是企业的血液，一个企业是否真的兴旺可以从其现金流中得到最为真实的信息。经营性现金流是公司产生的现金流，通过经营性现金流减去资本性支出，我们就得到了自由现金流。所谓的资本性支出就是公司添置设备、维修厂房等类型的支出。巴菲特和彼得·林奇都喜欢能产生巨大现金流的企业，根据晨星公司的统计，如果自由现金流能够占到销售额的5%以上，则一家公司有足够的现金流维持日常运作。

晨星公司开发一个两因素矩阵来考察一家公司的收益能力，它从资本回报类指标中选择了股东权益回报率，从现金流类指标中选择了自由现金流。将自由现金流放在横轴上，将股东权益回报率放置在纵轴上。晨星公司考察历史上那些超级大牛股，发现这些公司都具有较高的股东权益回报率和自由现金流。所以，我们可以利用这个矩阵来寻找既具有较高股东权益报酬率，又具有较高自由现金流水平的企业。这个模型正体现了林奇所肯定的高收益公司的特点。较高的现金流说明公司能够应付短暂的资金困难，同时表明该企业可以为自己提高再投资的充裕资本，而较高的股权回报率则表明公司拥有良好的再投资渠道。两者的结合保证了企业处在一个高速而稳定的增长中，资金处于良好的内循环。充裕的现金流保证了企业运营的稳定性，这正是价值投资首先要求的，而较高的股权回报率保证了企业高速度发展，这正是成长性投资所要求的。两者的结合恰好是林奇代表的第三代价值投资的理念——价值性加上成长性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章　会看牛股报表

准备从事价值投资的朋友或许都在思考这样一个问题：价值投资一定能让我们实现财富梦想吗?对于这样一个问题，价值投资实践的集大成者巴菲特如是回答:“价值投资并不能充分保证我们投资盈利，因为我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。”

换句话说，价值投资之路并非坦途，未来其实是充满了诸多变数和不确定性，从这一点说，价值投资与其他的投资(投机)路径没有太多的分别。然而，老巴最后话锋一转:“但是价值投资给我们提供了走向真正成功的唯一机会。”大师毕竟是大师，话语简洁，掷地有声。这是一个成功者所下的断语，价值投资者在细节上的一切探讨都是以这句话为前提的。

人类财富史上最早有文字记载的财富交换发生在古巴比伦和古埃及国王之间。交换的财富包括布匹、香料、家具、青铜器、珠宝和黄金。这样大规模的财富交换无疑蕴含着价值判断的逻辑在内。而对价值的判断恰恰是价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资的前提、基础和核心，要进行价值判断首先要搞懂公司的财务状况，这就涉及到财务报表。

为什么要看懂财务报表

作为一个价值投资者，你应该对财务报表深入琢磨才行，这里面存在的一些关键细节对你的投资收益和风险起到决定性作用。财务报表主要由三个部分组成，分别是资产负债表、损益表和现金流量表，这三张表是你了解公司表现的窗口，也是选择股票的基础，有了这个基础，当公司的股价低于内在价值的时候，买入的时机就到了。

资产负债表就像一家公司的信用报告，因为它反映的是在某一特定时点这家公司拥有的资产和负债情况，资产负债表告诉你这家公司的框架和基础的坚实程度，表明在遇到外部经营环境恶化时的“免疫能力水平”。损益表告诉我们这家公司一年或者一个季度赚取了或者损失了多少账面利润。资产负债表是公司财务健康程度的一个度量，而损益表则是衡量公司某一时段的财务状况。现金流量表则记录公司流入和流出的全部现金情况，现金流量表把损益表和资产负债表联系在一起。

损益表和现金流量表能够帮助投资者更好地考察一家公司的不同方面，因为这两张会计报表是根据不同规则构造起来的。如果我们要对一家公司进行彻底和完整的了解，就必须对这两张报表进行考察。

巴菲特的投资精华分为两个部分，第一个部分受教于本杰明·格雷厄姆，主要是关于财务报表分析的，《证券分析》可以说是这方面的经典著作；第二部分受教于菲利普·费雪，主要是关于定性分析，与持续竞争优势有一定的联系。既然巴菲特的成功离不开财务报表分析，那么我们还有什么必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再来废话，用不着长篇累牍地介绍财务报表分析的必要性。

3 分钟全景扫描：资产负债表

资产负债表告诉我们一家公司拥有多少资产和负债，资产和负债之差就是净资产，也就是所有者权益、股东权益。资产负债表在任何时候都是处于平衡的，也即负债加上所有者权益等于资产。比如公司发行企业债融资，负债增加了，同时资产也增加了。下面围绕资产负债表展开，请结合表格 10-1 理解，流动资产是非常重要的一个项目，因为流动资产很可能在一个商业周期里被耗尽或者转化成现金，一般定义商业周期的长度为 1 年。流动资产具体包含的内容可以参考表格 10-1，这些资产的可变现能力较强，也就是流动性较强，接近于现金，所以称之为流动性资产。“货币资金”是指那些能够等同于现金的流动性资产，能够应付急需，这个项目表明了公司应对短期资金缺口的能力。“应收账款”是公司还没有收到的现金，但是这部分流动性资产最终可能无法实现，这个项目容易被利用来欺骗投资者和股东。一个精明的投资者必须仔细审视“应收账款”和“销售收入”的变化，如果前者增长快于后者，这说明这家公司可能会出现问题，有可能公司管理层利用这一手段来制造业绩。“存货”也是一个比较重要的项目，一般而言在分析和考察制造业特别是零售业的时候具有非常重要的意义。由于记账方式存在差异，这使得存货的清算价值和资产负债表上的价值不同。现金转换成为存货之后，流动性大大下降了。存货周转率对于回报率有很大的影响，如果存货周转得快，那么存货占用资金的时间就短，这些资金就可以用在其它地方，从而提高资金的利用效率，进而提高企业的经营效益。

我们再来看资产负债表上的非流动资产，这类资产主要是指那些不能转化成现金或者在财务报告期内会被消耗完的资产，它们的主要类别可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考表格 10-1 中“非流动资产”下面的子项。“固定资产净额”是一个需要重点关注的项目，它是公司长期资产，构成公司的基础设施，一般土地和设备属于这类资产。“无形资产”是巴菲特比较看重的一个项目，但是财务报表上这个项目并不能反映公司拥有的无形资产价值。一般而言，资产负债表上的无形资产通常比真实价值高得多。

表 10-1　某上市公司的资产负债表

报告期	2010	2009	2008
流动资产			
货币资金	2,101.27	2,459.04	517.83
交易性金融资产	--	--	--
应收票据	659.58	168.01	468.29
应收账款	368.92	308.72	184.32
其它应收账款	31.91	129.00	66.18
预付账款	483.33	423.00	155.33
存货	1,823.32	1,336.21	1,227.93
其他流动资产	--	--	0.02
流动资产合计	5,498.09	4,827.05	2,619.90
非流动资产			
可供出售金融资产	--	4.06	6.81
持有至到期投资	--	--	--
长期应收款	--	--	--
长期股权投资	38.78	37.16	41.67
投资性房地产	--	--	--
固定资产净额	250.88	235.44	238.78
在建工程	294.58	53.45	14.26
无形资产	375.73	62.83	53.35
递延所得税资产	52.60	36.10	20.30
其他非流动资产	10.10	10.69	10.00
非流动资产合计	1,041.16	460.53	406.83

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产总计	6,539.26	5,287.58	3,026.73
流动负债			
短期借款	10.00	83.90	51.70
交易性金融负债	--	--	--
应付票据	357.20	302.49	213.49
应付帐款	990.45	754.96	594.29
其他应付款	696.28	469.61	351.73
其他流动负债	--	0.02	--
流动负债合计	2,554.17	1,966.35	1,425.62
非流动负债			
长期借款	6.68	6.68	16.50
应付债券	--	--	--
长期应付款	5.43	4.94	4.97
递延所得税负债	--	0.53	0.95
其他非流动负债	173.69	7.87	--
非流动负债合计	185.81	20.04	52.87
负债合计	2,739.98	1,986.39	1,478.49
股东权益			
股本	534.05	534.05	484.05
资本公积	1,397.46	1,397.97	67.92
盈余公积	245.27	217.70	179.85
外币报表折算差额	-0.08	--	--
未分配利润	1,571.75	1,101.86	737.85
所有者权益(或股东权益)合计	3,799.27	3,301.19	1,548.24
归属于母公司所有者权益(或股东权益)合计	3,748.45	3,251.58	1,469.67
少数股东权益	50.82	49.61	78.57
负债和所有者权益(或股东权益)合计	6,539.26	5,287.58	3,026.73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动负债与流动资产相对,它是指一家公司一年内要付清的资金,包括应付短期借款和应付账款等。所谓的“短期借款”是指期限短于一年的借款,通常是为了应付短期的需要。这类借款有时候会演变成下一年长期负债的一部分。处于财务困境中的公司对于短期借款非常敏感,因为短期借款必须很快归还。

非流动负债与非流动资产相对应,请参考表格 10-1。这个项目是公司一年或一年以上的借款。这个项目下面的子项目中最为重要的是长期借款。

所有者权益等于资产减去负债,也可以说是公司对股东的负债。这个项目下面的子项目很多不太符合高级会计经济学的原理，是任何一家公司财务报表中最混乱的部分。其中比较值得关注的是最后一栏的“未分配利润”,这是一家公司一定资本数量存续一段时间发生的利润减去分红和股票回购后的基本记录,它也表现为股东再投资。未分配利润是一个累计账户，因为每一年公司赚到的利润如果没有红利付给股东，则这个项目数值就会增加。另外，当这家公司的经营处于亏损状态，则未分配利润就会变成负值,进而在资产负债表上的项目就改成“累计亏损”。总之,未分配利润这个项目是一家公司长期经营盈亏情况的“写真”。

轻松看盈利:损益表

资产负债表告诉我们一家公司资产和负债的数量，现在我们还需要进一步学习如何洞悉公司的盈利能力，这就需要通过损益表判断公司是在赚钱还是赔钱,请结合表 10-2 掌握损益表。下面我们就来研究损益表。在损益表中“营业收入”是一个非常重要的项目,有时候也被称为“销售收入”。这个项目明确告诉投资者公司在一个季度或者一个年度内销售了多少。大公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司有时在损益表上按照不同类别来分列营业收入。收入确认原则随着行业的不同而存在不同，所以搞清楚背后记账的规则非常重要，在这个项目上“动手脚”的企业也不少。

“营业成本”显示的是直接创造收入的有关费用，比如人工成本等，有些公司将这个项目分为“销售成本”和“服务成本”。“销售费用”和“管理费用”在某些损益表中是列在一起的，在表 10–2 这个例子中则是分开列出的。销售费用和管理费用与营业收入之间的百分比表明了一家公司的经营效率，这个比率越低则表明这家公司严格节省了成本。我们很难给出一个参考标准来衡量一家公司具有怎样水平的管理和销售费用比较合适，但是可以通过将它与同行相比来衡量，如果它比行业水平低，则这家公司创造收入和节约支出的能力就很强。

“资产减值损失”也就是通常说的折旧和摊销，有时候这些账目计入到管理费用下面。“营业外支出”是需要注意的一个项目，如果这个项目下出现较大的数字则需要注意这家公司可能采用会计手法隐瞒了一些关键事实。连续出现了营业外支出是管理层缺乏信心的一个信号。“营业利润”等于营业收入减去营业成本，理论上它是公司在实际经营活动中赚取的利润，与之相对的是利息收益。实际上公司经常把一些其它项目混同进来。

“净利润”并不全表现为公司产生的大量现金，因此我们需要进一步研究现金流量表。净利润很容易被粉饰，因为利润的增长很可能是由于一次性费用降低或者一次性投资收益增加导致的，这种增长是暂时的，但却经常为管理层所鼓吹。

表 10-2 某上市公司的损益表

报告期	2010	2009	2008
营业收入	2,133.24	1,522.93	1,131.96
营业成本	1,546.26	1,168.39	831.27
营业税金及附加	9.29	6.33	5.26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业务利润	577.69	348.21	295.44
销售费用	330.59	176.15	159.48
管理费用	50.46	43.26	41.72
财务费用	-5.10	-4.99	-0.19
资产减值损失	0.01	0.01	--
加:公允价值变动收益	--	--	--
投资收益	2.77	-0.17	7.00
营业利润	204.50	133.61	101.42
加:营业外收入	0.49	2.97	0.07
补贴收入	--	--	--
减:营业外支出	2.01	0.64	0.26
利润总额	202.98	135.94	101.23
减:所得税费用	33.58	22.30	14.93
所得税返还及其它	--	--	--
净利润	169.40	113.64	86.29
归属于母公司所有者的净利润	167.38	113.42	85.30
少数股东损益	2.02	0.22	0.99

试金石:现金流量表

现金流量表是一家公司创造价值的“真正试金石”,这张表反映了一家公司一个会计年度内发生的现金流动是多少,以及现金是哪些部分组成的,请看表10-3。其实,现金流量表可以将绝大多数进行财务伪装的公司识别出来。一般而言,在进行价值投资的时候,应该首先分析现金流量表,然后才是资产负债表和损益表。

现金流量表没有难以理解的项目，现金流量表只告诉我们一家公司现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流入了多少和流出了多少。一般而言，现金流量表分为三个部分：经营性现金流、投资性现金流和筹资现金流。现金流量表最前面的一个项目是“经营性现金流”，请看表 10-3。经营活动产生的现金流是我们最需要关注的部分。你不需要仔细检查经营活动现金流的每一项，只需要查看“经营活动产生的现金流入小计”、“经营活动产生的现金流出小计”和“经营活动产生的现金流量净额”三项即可。

表 10-3 某上市公司的现金流量表

报告期	2009	2008	2007
经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务			
收到的现金	7,388.25	6,581.16	4,594.59
收到的税费返还	--	0.16	0.71
收到的其他与经营活动有			
关的现金	82.91	30.00	27.18
经营活动产生的现金流入小计	7,471.17	6,611.32	4,622.48
购买商品、接受劳务支付的现金	5,109.66	4,232.36	3,516.74
支付给职工以及为职工支付的现金	260.61	189.06	125.80
支付的各项税费	547.36	421.20	312.01
支付的其他与经营活动有关的现金	1,092.98	961.80	596.90
经营活动产生的现金流出小计	7,010.62	5,804.42	4,551.46
经营活动产生的现金流量净额	460.55	806.90	71.02
投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	0.50	0.36	0.50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取得投资收益所收到的现金	5.14	7.17	2.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	0.51	0.23	0.38
收到的其他与投资活动有关的现金	164.92	--	--
投资活动产生的现金流入小计	171.07	7.76	3.45
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	502.35	317.76	18.56
投资所支付的现金	3.37	27.69	27.77
支付的其他与投资活动有关的现金	--	--	--
投资活动产生的现金流出小计	505.71	395.45	45.66
投资活动产生的现金流量净额	-334.64	-387.69	-42.20
筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	--	1,366.12	--
取得借款所收到的现金	272.50	133.40	45.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	--	--	--
筹资活动产生的现金流入小计	272.50	1,499.52	45.00
偿还债务所支付的现金	283.90	188.70	12.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	166.39	67.15	57.08
支付其他与筹资活动有关的现金	--	2.14	--
筹资活动产生的现金流出小计	450.29	257.99	69.08
筹资活动产生的现金流量净额	-177.79	1,241.53	-24.08
汇率变动对现金的影响	0.13	--	--
现金及现金等价物净增加额	-51.76	1,660.74	4.74

最后再重复一遍，虽然你可以花很多时间来学习如何识别资产负债表中的猫腻，但是首先你需要掌握如何读懂现金流量表，而现金流量表中最为重要的是“经营性现金流”的状况，如果一家公司不能产生经营性现金流净额，那么这样的公司能否生存下来值得怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综合分析

前面介绍了财务三大报表分析的一些要点，下面我们对公司财务报表的分析进行总结。资产负债表主要告诉投资者一家公司拥有的资产数额和负债程度，两者之间的差额就是股东权益，因为资产负债表在任何时候都应该处于平衡，任何资产和负债的变化都会引起股东权益的相应变化，因此如果一家公司产生利润，则必然导致资产增长，所有者权益也会增加。

投资者需要密切关注相对于销售收入（营业收入）的应收账款变化，如果这家公司记录了大量的应收账款，这可能是公司遇到麻烦的信号。当你评估一家公司的负债时，一定要明白债务是一项固定费用，太多的长期负债会加重一家公司的经营难度，因为公司的经营成本将长期上升，毕竟利息是必须支付的。在公司财务报告中，“一次性”支出需要注意，因为这是上市公司报表粉饰的最常用手段之一。现金流量表是一家公司创造股东价值的试金石，如果一家公司宣称经营得非常好，却没有现金流产生，则这家公司很难生存下来。

下面我们利用这些要点对一家上市公司的财务状况进行简单的分析。首先，我们查看这家上市公司的现金流量表，请看表 10-4。可以看到最近三年该公司的经营活动现金流净额分别是 129.52 百万、12.57 百万、60.04 百万，初步一看这家公司的经营状况不太稳定，现金流不太平滑。另外，投资活动产生的现金流量净额分别为 -32.70 百万、-98.45 百万、-114.25 百万，呈现逐年递减趋势，可以看到这家公司的自由现金流在逐步上升，这是好现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10-4 某上市公司的现金流量表

报告期	2009	2008	2007
经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	744.18	655.19	647.60
收到的税费返还	2.23	15.35	--
收到的其他与经营活动有关的现金	19.34	22.60	19.96
经营活动产生的现金流入小计	765.74	693.14	667.55
购买商品、接受劳务支付的现金	470.55	477.46	429.82
支付给职工以及为职工支付的现金	52.81	51.18	42.42
支付的各项税费	58.85	71.81	84.05
支付的其他与经营活动有关的现金	54.01	80.11	51.23
经营活动产生的现金流出小计	636.22	680.57	607.52
经营活动产生的现金流量净额	129.52	12.57	60.04
投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	--	1.65	38.38
取得投资收益所收到的现金	2.24	1.43	14.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	0.26	3.50	0.02
收到的其他与投资活动有关的现金	--	--	--
投资活动产生的现金流入小计	2.50	6.57	53.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	29.67	58.50	106.47
投资所支付的现金	5.18	45.14	60.97
支付的其他与投资活动有关的现金	0.36	1.37	--
投资活动产生的现金流出小计	35.20	105.02	167.43
投资活动产生的现金流量净额	-32.70	-98.45	-114.25
筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	2.40	--	3.78
取得借款所收到的现金	457.73	297.00	173.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	--	10.68	--

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹资活动产生的现金流入小计	460.13	307.68	176.78
偿还债务所支付的现金	395.11	199.00	105.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	84.92	75.65	62.59
支付其他与筹资活动有关的现金	--	--	--
筹资活动产生的现金流出小计	480.03	274.65	167.59
筹资活动产生的现金流量净额	-19.90	33.03	9.19
汇率变动对现金的影响	-0.12	-0.08	--
现金及现金等价物净增加额	76.80	-52.92	-45.02

第二步，查看这家公司的资产负债表，请看表 10-5。应收账款最近三年分别为 121.18 百万、115.55 百万、94.29 百万，应收账款并没有大幅增加，相对于资产负债表中的营业收入而言，还算正常。不过，最近三年的存货 333.06 百万、295.90 百万、204.27 百万有较为显著的增长。短期借款在显著增加，这点需要注意。

表 10-5 某上市公司的资产负债表

报告期	2009	2008	2007
流动资产			
货币资金	240.47	163.03	219.31
交易性金融资产	5.05	--	--
应收票据	3.74	5.96	3.08
应收账款	121.18	115.55	94.29
其它应收账款	13.48	14.80	18.65
预付账款	35.08	38.77	9.92
存货	333.06	295.90	204.27
其他流动资产	--	--	--
流动资产合计	752.06	634.01	549.52
非流动资产			
可供出售金融资产	109.73	43.35	120.71

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有至到期投资	--	--	--
长期应收款	--	--	--
长期股权投资	176.54	173.05	98.84
投资性房地产	--	--	--
固定资产净额	182.69	166.19	155.78
在建工程	5.72	1.54	3.09
无形资产	40.96	39.54	39.05
递延所得税资产	6.27	5.44	1.78
其他非流动资产	--	--	--
非流动资产合计	532.48	436.53	421.35
资产总计	1,284.54	1,070.54	970.88
流动负债			
短期借款	212.61	170.00	72.00
交易性金融负债	--	--	--
应付票据	15.96	12.01	17.44
应付账款	62.42	69.42	69.05
其他应付款	22.78	31.56	17.35
其他流动负债	--	--	--
流动负债合计	351.87	295.87	180.04
非流动负债			
长期借款	20.00	--	--
应付债券	--	--	--
长期应付款	--	--	--
递延所得税负债	28.05	11.45	31.38
其他非流动负债	17.99	11.13	0.61
非流动负债合计	75.48	22.57	31.99
负债合计	427.35	318.45	212.03
股东权益			
股本	140.00	140.00	140.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本公积	366.81	321.99	390.78
盈余公积	99.95	87.21	73.22
外币报表折算差额	--	--	--
未分配利润	219.64	178.75	120.89
所有者权益(或股东权益)合计	857.19	752.09	758.85
归属于母公司所有者权益(或股东权益)合计	824.63	726.17	723.11
少数股东权益	32.55	25.92	35.74
负债和所有者权益(或股东权益)合计	1,284.54	1,070.54	970.88

最后,我们查看这家上市公司的损益表,请看表 10-6。营业外收入和支出都比较小,这是一个很好的现象,管理费用处于上升状态,表明管理效率有待改进。

表 10-6 某上市公司损益表

报告期	2009	2008	2007
营业收入	694.75	649.74	593.07
营业成本	430.40	408.22	375.03
营业税金及附加	5.47	3.74	4.13
业务利润	258.88	237.78	213.91
销售费用	51.03	67.11	45.10
管理费用	54.79	44.13	39.01
财务费用	6.10	6.15	1.78
资产减值损失	0.16	2.09	0.83
加:公允价值变动收益	0.05	--	--
投资收益	5.77	49.72	19.96
营业利润	152.62	168.01	147.15
加:营业外收入	1.64	1.73	2.16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补贴收入	--	--	--
减:营业外支出	1.07	1.41	1.12
利润总额	153.19	168.33	148.19
减:所得税费用	22.94	26.67	51.79
所得税返还及其它	--	--	--
净利润	130.25	141.67	96.40
归属于母公司所有者的净利润	129.66	140.87	95.19
少数股东损益	0.59	0.80	1.21

危险公司的财务报表

危险公司可以从财务报表的陷阱中甄别出来，我们下面具体看看现在经常遇到的 14 类财务报表“陷阱”。

- **陷阱 1– 不同控股程度子公司间的销售安排** 在同时拥有几家不同控股程度的子公司且均经营同一业务的情况下，上市公司可在不同控股程度的子公司之间分配订单以达到调节利润的目的。如果上市公司想增加利润，可将订单全部或大部分交由本部工厂或控股程度高的子公司生产，降低少数股东损益；反之，则将订单大部分交由控股程度低的子公司生产，提高少数股东收益，如少数股东为上市公司的控股股东，则控股股东所获收益因此增加。该手段也常被上市公司用来规避税收。

- **陷阱 2– 上市公司溢价采购控股子公司产品及劳务形成固定资产** 上市公司如采购控股子公司的产品用于再销售，则其溢价需合并抵消，因而对合并报表的盈利无贡献。但如果上市公司溢价采购控股子公司产品及劳务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形成固定资产，则一方面该类交易无须披露，另一方面上市公司采购后形成固定资产，则子公司的销售可确认实现。由此，子公司的收益可确认为当期合并报表利润，而上市公司的固定资产虽定价过高，但因其折旧分多年提取，因而当期利润增加因素远高于因折旧增加而导致的利润减少因素。

• **陷阱3–销售给控股股东和非控股子公司** 上市公司将产品销售给控股股东和非控股子公司，因无须合并报表，因而不必以对外的销售作为最终的销售实现。对于上市公司而言，销售收入会因此增加，同时应收账款和利润亦增加；而对于控股股东和非控股子公司来说，则是应付账款和存货的增加。总体而言，并未对外实现销售，但上市公司自身已合法地实现了销售。这种制造利润的手段很难持续，而且应收账款的潜在坏账损失风险较大。

• **陷阱4–销售收入确认方式的变更** 有一类上市公司，它们并非销售单一产品，而是销售整个系统，需要实施、安装与服务，销售过程持续时间长，因而收入并非一次实现。特别是对于跨年度实现的销售，需要在年度间分配利润。一般企业根据销售的不同阶段划分收入实现比率，而该类比率的变化，无疑会影响到当期盈利。如果当年接获的订单很多，而公司如提高开始阶段收入实现比率，则当期利润增加。

• **陷阱5–不同成本费用项目之间的分类变化** 虽然企业财务会计制度对成本以及各项费用有较为明确的划分，但有些项目的归类仍有一定的弹性。比如销售折扣，有的上市公司将其单列为一项目，而有的上市公司将其归入销售费用，作为给分销或零售商的销售佣金。该种归类的变化会导致费用比率的非经常性的波动。此外在销售费用和管理费用之间，也有一些归类上的差异，如对销售办事处的租金及折旧支出，有的上市公司将其归入管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用,有的将其归入销售费用。如果上市公司的归类发生变化,则费用比率也会发生相应的变化。

• **陷阱 6– 广告费用与商标使用费** 对于拥有自有品牌的上市公司而言,其广告费用的政策变化主要是:将广告费用视为收益性支出计入当期销售费用或是将广告费用支出视为资本性支出分期摊销。该类政策的变化对广告费用支出较大的消费品类公司影响很大。对于使用控股股东品牌的上市公司而言,一种情况是控股股东支付当期广告费用,而上市公司按该品牌产品的销售额提取一定比率支付给控股股东作为商标使用费;另一种情况是上市公司除支付商标使用费外,还支付当期广告费用。前一种情况高估了当期利润,后一种情况则是低估了当期利润。

• **陷阱 7– 利息费用** 上市公司与控股股东以及非控股子公司之间存在大量的资金往来,一般而言,上市公司可通过资本市场筹集资金,资金较为充裕,因此控股股东占用上市公司资金的情况较为普遍。对于占用的资金,有的上市公司不收取资金占用费;对于收取资金占用费的上市公司,其收取的费用比率又有区别。如果上市公司与其关联方之间资金占用费用巨大,则收取的利息费用对当期利润影响巨大。此外利息费用的资本化也常被用来作为降低费用和提高利润的手段。

• **陷阱 8– 所得税返还款的确认期间** 目前一部分上市公司执行地方财政返还 18%的所得税优惠政策,对于返还的所得税款,有的上市公司采用权责发生制来确认,有的上市公司则采用收付实现制来确认,亦即于实际收到所得税返还款时确认收益。如确认政策有变动,或是采用收付实现制来确认,则不同期间的所得税返还款确认金额存在较大弹性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **陷阱 9– 通过内部转移价格规避增值税** 对于实行垂直一体化的上市公司，如果上游环节免交增值税，但其免交的增值税额仍可作为下游环节的进项税额进行抵扣，则上市公司可通过提高上游环节的内部转移价格，提高进项税额，从而达到规避增值税的目的，而且对于免交增值税的企业，其被抵扣的进项税额将直接降低成本，提高利润。

• **陷阱 10– 资产溢价转让，提高当期收益** 资产转让是上市公司提高当期收益的最便捷的手段，特别是对于控股股东实力雄厚的上市公司，控股股东对其支持的主要手段便是溢价收购上市公司的不良资产，包括应收账款、存货、投资以及固定资产等，这通常是资产重组的第一步。

• **陷阱 11– 以不良实物资产对外投资** 上市公司以不良实物资产与控股股东合资成立公司，由此来降低该不良资产给上市公司带来的损失。

• **陷阱 12– 调节股权投资比率** 根据企业会计准则的规定，上市公司对于持有股权比率 20％以下的子公司一般采用成本法核算；对于持有股权比率 20％以上的子公司采用权益法核算。采用成本法核算的子公司的收益必须在分红时才能体现为母公司的收益，而同样子公司的亏损也不会反映在当期的母公司的报表中。而采用收益法核算的子公司的收益，一般在当期按母公司持有的股权比率确认为当期的损益。因此对于连年亏损的子公司，上市公司一般将其股权减持至 19％，以暂时隐藏该项亏损；而对于盈利状况较好的子公司，如股权比率在 20％以下，上市公司一般会寻求提高股权比率至 20％以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **陷阱 13– 折旧和摊销年限的变化** 对于某些上市公司而言，固定资产折旧占销售收入的比重很大，因而固定资产折旧金额的变化对最终利润的影响也较大。上市公司一般通过将折旧比率确定为一个区间，从而在每年折旧金额确定上拥有较大弹性。上市公司在收购股权过程中会形成股权投资差额的借方余额或贷方余额，对于借方余额，一般是溢价收购所形成，会计准则要求在 10 年内摊销完；对于贷方余额，一般是折价收购所形成，要求在 10 年以上期间内摊销完。由此在确定摊销年限方面，上市公司拥有一定的调节余地。此外，溢价收购的资产可产生回报的时间可能仅在五年以内或是更短，而溢价的成本摊销则可长达十年，因而该项投资短期收益被人为提高，而长期收益会大幅下降，甚至亏损。

• **陷阱 14– 各类资产减值准备的提取和冲回** 目前要求提取减值准备的资产有应收款项（坏账准备）、存货（存货跌价损失准备）、长短期投资（长短期投资减值准备），另外固定资产也可望要求提取减值准备。以上各项准备的提取在实施当年因允许追溯调整，从而给上市公司机会将各类损失在以前各年度体现，因而只影响到当期股东权益的年初未分配利润，而对当期利润没有太大影响。此外在准备提取和冲回方面，上市公司有很大的自我调节余地。

格雷厄姆的快速会计法

格雷厄姆在 1937 年出版的《财务报表释义》中介绍了一种迅速掌握会计学原理的方法，包括这些原理如何在资产负债表和收益表中得到应用以及投资者应从会计账簿中获取何种信息的说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动资本是当前资产超过当前负债的余额，是衡量公司实力的一个关键因素。它是公司日常运转的资金来源，通过检查流动资本及其在一定期间内的变动情况，投资者可以了解管理者扩大资产和应付经济变化的能力。

现金这个术语包括严格意义上的现金、可交易的证券或任何可以暂时代替货币的资产。公司持有现金的额度应该是正常经营所需再加上合理的余额，以应付紧急事件——紧急事件时有发生。格雷厄姆写道："如果现金持有量与证券的市场价格相比数目巨大，投资者就应该注意了。在这种情况下，股票的价值要高于其收入记录所表明的价值，因为现金持有量代表了很大一部分价值，却对收入没有什么贡献。最终，股东将从这些现金资产中得到好处：要么把它分配，要么使它在经营中得到有效利用。"

在市场上狙击公司的人很明白这个道理。近年来，越来越多的狙击者把目光对准了现金丰富的公司，席卷而逃。事实上，格雷厄姆自己也是利用了这一点。如果一个投资者对这种资金臃肿的现象发现得足够早，他甚至可以从接收合并的纷争中获利。

固定资产包括土地、房屋、设备和办公家俱。时间能使有些资产增值，有些资产贬值。因此，它的真正价值很难判断。格雷厄姆建议在年度报告中以脚注的形式表明投保的资产价值。虽然投保价值(一般以重置成本为基础)不能确定实际的市场价值，却可以更深入地说明问题。

无形资产 尽管格雷厄姆也和其他分析家一样对无形资产抱有偏见，他仍然认识到无形资产可以拥有实际价值。至少应该承认，品牌、租借权和商标之类的无形物是真正的资产。"数量主义者"即那些注重研究数量因素的分析家们，总是对无形资产感到不舒服，因为这些资产的特殊价值是无法确定的。

现有资产净值 如果公司出售了所有资产，清偿了全部债务，人们通常就把账面价值视为它的价值。而格雷厄姆认为，以现有资产净值来估算清偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值，效果更好。

他说，这是因为现有资产在清偿过程中的损失少于固定资产。格雷厄姆还注意到，如果一家公司以低于其现有资产净值的价格进行交易，仅凭这一点还不能证明它的股票价值被低估了。现有资产净值的计算方法是从现有资产中减去现有负债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章　以合适的价格买入

选好对象，确定买入价格

购买股票的标准是股票价格低于内在价值，而不是在于绝对价格的高低，或者说与其他公司比起来更低。当然，跨公司和跨时间来比较一些基于价格的比率能够帮助我们更好地把握股价和内在价值的偏离幅度。学会价值评估会让你更加关注公司的价值，而非股价的绝对高低。而要学会估值技术就必须先对贴现过程有所了解。贴现又称为折现，是将未来价值折算到现在。理论上，一只股票的价值等于它未来现金流的折现值。

上市公司将资产投入到生产经营活动，这些投入产生了收益，其中一些收益抵消了营业费用，而另外一些收益则用于公司经营活动的再投资，剩下的就是自由现金流。在公司估值上我们应该注意自由现金流，因为它是每年能从公司经营中提取而不会影响经营的资金。一家优秀的公司可以采用恰当的方式来运用自由现金流为股东创造价值。自由现金流可以作为红利分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

配给股东,另外也可以用来回购股票,提高每一位股东的权益。当然,公司也可以将这些资金用于公司本身的投资。总而言之,自由现金流给公司带来投资价值。

现金流的当前价值简称为现值,它反映的是对未来现金流的调整。事实上,我们在未来收到的等额现金比我们现在收到的现金价值更低。为什么未来现金流没有当期的现金流值钱呢?抽象地地回答是因为货币的时间价值,具体而言是因为当期现金可以用来投资,无论是银行存款还是购买债券,甚至从事其他实业投资,都存在利息。除此之外,未来的现金流比已经到手的现金流要求投资者承担更多的风险，所以未来现金流必须增加才能抵得上已经到手的现金流价值。

从经济学上讲，货币的时间价值本质上就是未来收到现金相对于今天收到现金的机会成本,它常常可以用政府债券支付的利息率表示。比如一个稳定政府几年后必须支付给我们政府债券的利息是确定无疑的。当然,稳定政府发行的债券风险极低，而我们研究的私人经济中的未来现金流往往要承担更大的风险,所以我们要求获得额外的补偿,这就是风险溢价。政府债券利率加上风险溢价,这就是折现率。

什么是折现率？通俗来讲就是什么样的收益率才能使你不再介意现在收到一定数量的现金,还是在未来某一时点取得这些现金。民间俗语“一鸟在手胜过两鸟在林“,其实讲的就是货币的时间价值问题,从中也可以看到折现率的影子。一般而言,未来收益越是不确定,我们要求的折现率就高,而未来收益越是稳定,我们要求的折现率就低。引申到股票投资上,一家未来有很大不确定性的公司理应有一个较低的估值，因为它的未来现金流也许永远达不到预期。投资者经常可以看到,相对于承诺未来某一时点收益率会很好的公司，一个理性的投资者更倾向于为一家现在就有利可图的公司支付更多。这不仅仅是因为前一类公司要求一个更高的折现率,还因为其承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺的收益可能无法实现，这两个因素叠加起来降低了公司的估值。

总而言之，公司的估值涉及到现值计算，而现值取决于数量、时间选择和公司现金流的风险。

当前价格合适吗？

当前价格是否合适，取决于与现值的比较。

股票现值的计算公式为： $PV = \Sigma\ CF/(1+r)^i$

其中的 PV 是现值，而 CF 是现金流，r 是折现率，i 则是经营期限。公式的意思，就是把每一期发生在未来的现金流金额都折算成现在的金额，再全部加总。公式虽然不难理解，但计算的挑战在于每一期现金流（CF）的估计，牵涉到现金流原则、相关原则，以及折旧、沉没成本的处理等一些技术性问题。若不小心，很容易算错。此外，分母折现率则要求和投资的风险相匹配，估算起来也有点小麻烦，只是没有分子的估算要注意那么多细节而已。所以有人说，现金流贴现的计算不仅是技术，还是艺术。现值计算的关键在于折现率的选择，我们在本小节重点来谈下如何决定折现率。

要决定选择什么样的折现率，就必须知道哪些因素决定折现率。第一个决定折现率的因素是“上市公司的规模“，小公司经营的稳定性差，缺乏充足的资本来应对困境，经营历史较短，另外小公司缺少多样化的产品线和稳固的客户基础，所以小公司比大公司的风险更大，当我们对规模较小公司进行估值的时候，就需要采用更高的折现率。最简单的例子是我们对沪深两市的创业板上市公司进行估值的时候应该比大盘蓝筹股采用更高的折现率，至少同一行业的两家公司应该这样操作。

决定折现率的第二个因素是财务杠杆问题，如果一家公司采用的财务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杠杆更高，意味着承担的风险也就更大，毕竟在经济不景气的时候，这类公司可能面临更大的困扰，我们可以从上市公司财报中计算出它们的资产负债率和利息偿付倍数。如果一家公司的负债更高，则应该在计算现值的时候采用更高的折现率。

决定折现率的第三个因素是周期性，如果一家公司类似于处于航空业等周期性极强的产业，则其经营绩效和现金流就会相当不稳定，自然股东承担的风险也就更大，所以对这类公司进行估值的时候需要采用更高的折现率。

决定折现率的第四个因素是竞争优势问题，这是本书一直在重复的一个主题。具有竞争优势特别是持续竞争优势的企业，其未来的自由现金流更有保障，所以贴现率要低一些，而那些缺乏竞争壁垒的公司，未来收益流变得相当不确定，所以折现率也高一些。

决定折现率的第五个因素是公司经营管理层的责任感和绩效，这是巴菲特比较重视的一个考察方面，一般而言更具责任感的管理层会促进公司的稳定发展，所以对这样的公司进行评级的时候需要采取相对较低的一个折现率来计算未来自由现金流的现值。

决定折现率的第六个因素是公司业务的简明程度。巴菲特喜欢那些业务一目了然的企业，这些企业便于了解，毕竟复杂的企业意味着它们的财务报表也复杂不少，这样就容易误导投资者，所以越是复杂的上市公司带来的风险也越大，自然我们对这些投资公司进行价值评估的时候也需要更高的折现率。

折现率的选择是一门不那么精确的技术，关键是综合考虑上述因素之后作出选择，一般采用 10.5%作为一个中性水平的折现率，然后根据上述六大因素来调整。

在估值方面除了计算自由现金流的现值之外，还存在一些其他手段，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家可以自己下来找一些更加专业的会计书籍学习，巴菲特在估值上的造诣非常高，他没有局限于某一种估值手段。我们来看巴菲特老师格雷厄姆所提倡的一种估值方法，他称之为计算内在价值。内在价值是传统价值投资方法中最核心的概念。巴菲特对这一概念给出了如下简单明确的定义：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流的折现值。这一定义虽然简单明确，并且揭示了企业价值的真正含义，但是如果直接用来估算内在价值，则涉及非常复杂而且没有必要的计算（没有必要的原因见下文）。格雷厄姆发明了下面的经验公式用来简单地估算企业的内在价值。公式中 E 代表企业的每股收益，r 代表预期增长率，Y 代表目前 AAA 级公司债的收益率：

$$内在价值 = E(2r + 8.5) \times 4.4/Y$$

但是他的得意子弟巴菲特却对上述公式不以为然。他说："我从来没有用过这个公式，我不认为格雷厄姆在写这个公式的时候是全力以赴的。"对于未来的预测，格雷厄姆其实是有所保留的："过去趋势所显示的是一个事实，而'未来趋势'则是一个假设，再怎么样仔细地预测，过去也只能作为未来的'粗略指数'。"这些 50 年前格雷厄姆说过的话，巴菲特至今仍奉行不渝："我没有使用什么预测的方法，预测创造了一个看似精确的假象。数字越精确，你就越应该当心。我们很少看预测数字，但却非常看重企业过去的轨迹。如果一家公司的过去不堪回首，而未来却一片光明，我们会放弃这家公司。"巴菲特的合伙人芒格也认为，预测的坏处比好处多："这些数字是由一些对于特定结果有兴趣的人以其潜意识的偏见计算出来的，这些看似精确的数字容易使人混淆。这让我想起马克·吐温的一句话：'矿坑是说谎者所拥有的地洞。'在美国，财务预测通常都是谎言，虽然不是蓄意欺骗的那种，但却是最糟的一种，因为预测的人往往对自己深信不疑。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从以上这些价值投资大师的话里可以看出，价值投资的操作方法并不是使用复杂的公式作复杂的计算，而是格雷厄姆和巴菲特一直强调的“安全边际”。所谓“安全边际”指的是在作投资时，要以内在价值的显著折扣购入资产，以避免未来不可预知的风险。格雷厄姆说：“未来能用两种方法达到，一个可称为预测，一个可称为保护。”价值投资者面对未来不可预知的风险时，使用的是“安全边际”的操作原则，让自己得到保护。

如何做到不亏损

为什么要估值？估值的目的是为寻找价格和内在价值大幅度偏离奠定基础。巴菲特曾在他的老师、现代证券分析创始人、人称华尔街教父的格雷厄姆那里学到两条投资规则：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。那么，如何才能做到不亏损？格雷厄姆自己给出的答案是：“我大胆地将成功投资的秘诀精炼成四个字的座右铭：安全边际。”

作为价值投资的核心概念，说安全边际在整个价值投资领域中处于至高无上的地位，并不为过。它的定义非常简单而朴素：实质价值或内在价值与价格的顺差，换一种更通俗的说法，安全边际就是价值与价格相比被低估的程度或幅度。

根据定义，只有当价值被低估的时候才存在安全边际或安全边际为正，当价值与价格相当的时候安全边际为零，而当价值被高估的时候不存在安全边际或安全边际为负。价值投资者只对价值被低估特别是被严重低估的对象感兴趣。安全边际不保证能避免损失，但能保证获利的机会比损失的机会更多。

凡事喜欢精确的那些读者可能要再次失望了：原来与内在价值一样，所谓的安全边际也是一个模糊的概念，比如，我们不能确定实质价值或内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值与价格的顺差达到什么程度才能说安全边际是足够的。

巴菲特指出："我们的股票投资策略持续有效的前提是，我们可以用具有吸引力的价格买到有吸引力的股票。对投资人来说，买入一家优秀公司的股票时支付过高的价格，将抵消这家绩优企业未来10年所创造的价值。"这就是说，忽视安全边际，即使买入优秀企业的股票，也会因买价过高而难以盈利。这一点，对于当今的中国股市，尤具警醒作用。

可以说，安全边际在理念上与传统的"富贵险中求"投资观念是截然相反的。它告诉你：如果你想要发达你一定不要冒风险。在每次做投资决策或投资活动中，我们一定是希望风险降到最小，同时希望每次投资活动中都能取得收益的最大化。

如果想要的安全边际迟迟不来怎么办呢？那么只有两个字：等待。在我们一生的投资过程中，我们不希望也不需要每天都去做交易，很多时候我们会手持现金，耐心等待，由于市场交易群体的无理性，在不确定的时间段内，比如3至5年的周期里，总会等到一个完美的高安全边际的时刻。换句话说，市场的无效性总会带来价值低估的机会，那么这个时候就是你出手的时候。就如非洲草原的狮子，它在没有猎物的时候更多是在草丛中慢慢地等，很有耐心地观察周围情况，直到猎物进入伏击范围才迅疾出手。如果你的投资组合里累计了很多次这样的投资成果，从长期看，你一定会取得远远超出市场回报的机会。所以安全边际的核心就在把握风险和收益的关系。

从防御角度说，掌握安全边际更像是一种生存的艺术。投资如行军打仗，首先确保不被敌人消灭掉是作战的第一要素，否则一切都将无从谈起。这一点在牛市氛围中，在泡沫化严重的市场里，显得尤为重要。

安全边际并不是孤立的，它是以"内在价值"为基础的，在"内在价值"的计算中，预期收益率是最有弹性的参数，预期收益率的上升和安全边际的扩大都趋向于一个结果，那就是相对低的买入价格。而就操作的层面而言，阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段性的仓位比例控制也可以视为运用安全边际的辅佐手段。

格雷厄姆和巴菲特这两个大师级的人物之所以都非常强调安全边际原则，都要求一定的安全边际，根本原因就在于，影响股票市场价格和公司经营的因素非常庞杂。而相对来说，人的预测能力是非常有限的，很容易出现预测失误。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定误差，市场价格在较长时间内仍低于价值；公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍投资资本的安全性，并保证我们取得最低程度的满意报酬率。这就是安全边际原则的精髓所在。

市场波动是不可预测的加码买入机会。股票市场每天的波动都是惊人的，这既是诱惑又是陷阱。“市场从来不是一台根据证券的内在品质而精确地客观地记录其价值的计量器，而是汇集了无数人部分出于理性（事实）部分出于感性（理念和观点）的选择的投票器。”这就是市场波动的由来。早知道波动总是难免的，又何必劳心伤神。

格雷厄姆在去世前几个月说过：“如果说我在华尔街 60 多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地预测股市波动。”

事实上，仅以巴菲特旗下的伯克希尔公司来说，在 1973~1974 年的经济衰退期间，它的股票价格从每股 90 美元跌至每股 40 美元。在 1987 年的股灾中，股票价格从每股大约 4000 美元跌至 3000 美元。在 1990~1991 年的海湾战争期间，它再次遭到重创，股票价格从每股 8900 美元急剧跌至 5500 美元。在 1998~2000 年期间，伯克希尔公司宣布收购通用再保险公司（GeneralRe）之后，它的股价也从 1998 年中期的每股大约 80000 美元跌至 2000 年初的 40800 美元。可以想见，在这些时候，巴菲特在股票投资方面所受的沉重打击和巨大精神压力。如果按照“鳄鱼原则”，巴菲特应该止损离场很多次了，但那样，我们也不会看到今天的“股神”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择高成长性公司

与巴菲特偏重于无形资产价值有区别的是，彼得·林奇更加倾向于成长性股票。彼得·林奇1969年从沃顿商学院毕业后进入了富达基金管理公司，从1977年到1990年的13年中，他保持了29%的年复合增长率，这个记录使得他将2000万美元增值到140亿美元，林奇也因此被称作全球第一基金经理。林奇之所以能够创造如此的增长奇迹，主要是因为他看重公司和股票的成长性，将价值投资的理念上升到了新的高度，以至于巴菲特对林奇的投资理念也是大为赞赏，亲自打电话给林奇表示认同和感谢。

我们就来看看林奇在一只名为La Quinta股票上的操作吧，这只股票上涨了15倍。在林奇涉足汽车旅馆业的时候，他从联合旅馆的副总裁那里得知了一个非常好的投资对象La Quinta。当时，林奇认为汽车旅馆业正处在一个复苏阶段，他已经购买了联合旅馆的股票，但是他并不满足于此，所以一直四处打听更好的投资对象，以便在该行业找到更多的机会。林奇习惯于从公司竞争对手那里收集好的公司，毕竟，令对手敬佩的公司肯定是非常不错的。通常而言，90%的公司的高级主管会对自己的竞争公司大加抨击，如果一个公司能够赢得其对手的赞扬，那么一定是非常有优势的。而La Quinta就是这样一家公司，它得到了联合旅馆副总裁的首肯。林奇了解到这一信息后，立即着手研究La Quinta。

因为这是第一次听到La Quinta的名字，所以林奇觉得这一定是一个非常好的投资机会，这家公司一定处在成长阶段，所以投资界的职业人士们对它了解甚少，而财经媒体更是无暇报道。随机，林奇联系了La Quinta公司总部的相关人士，想了解更为具体的情况，以便做出进一步的分析。

从该公司的高管那里，林奇得知La Quinta旅馆的经营模式非常简单，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们提供的客服服务跟联合旅馆一样好，但是价格却要低30%。之所以La Quinta能够提供如此价廉物美的服务主要是因为他们去掉了不能为自己带来利润却徒增大量成本的礼堂、会议室、餐厅等，La Quinta通过在隔壁开一家24小时快餐店解决了顾客的膳食供应问题。而且，林奇还从这名高管那里知道了La Quinta的主要客户群的是小商人，这些人对旅馆客房要求较高，同时又希望能够得到一个较高的折扣。

绝大多数汽车旅馆都将连锁店建在高速路口附近，而La Quinta则把它的连锁店建在客户最有可能进行商务活动的区域附近，通常这些顾客都是来完成商业事宜的，而不是旅行的，因而这些顾客会预定房间，这样La Quinta的客流量就更加稳定而便于管理了。同时，La Quinta还抢占了低端酒店和高端酒店之间的市场空位，并以此建立了一个利基市场。

在林奇关注这家公司之前，只有极少的券商机构在追踪它，而且La Quinta当时已经经营了五年多的时间，其模式已经在好几个不同的地方得到成功的推广，而且这家公司还以每年50%的高速度成长，但是市盈率却很低，大约10倍左右。林奇掌握了La Quinta建造新分店的规划，并且对该公司的基本面进行了极为详尽的研究。由于该公司的股价已经上涨了一倍多，所以林奇也非常犹豫，不过，根据这家公司的成长性，林奇觉得这是一个难得的大牛股。另外，有人愿意以一半的价格卖出该公司的股票，这使得林奇有机会便宜买进La Quinta的股票。10年的时间，林奇从该公司股票上获利11倍。林奇注重成长性的选股风格使得他能够经常抓到那些增值好几倍的股票。下面我们就来看看林奇所用的成长性选股方法的具体操作策略。

对股票投资者而言，翻番牛股是梦寐以求的事情。很多时候，我们都认为价值投资是找那些被低估的企业，所以与寻找快速增值的股票无缘。其实，价值投资经过多次演化和改进后，特别是菲利普·费雪的理念得到广泛传播后，成长性已经是价值投资的一个最为重要方面，而寻找隐藏价值渐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在成熟市场失去其主导地位。所以，今天的价值投资主要是建立在市场性专利和成长性基础上的，巴菲特和林森池非常注意产品的独特性，或者说市场性专利，而林奇和肯尼斯·费雪则相当注重成长性。

一个企业具有高速增长的能力是非常令投资者感到兴奋的因素，如果一家公司能够每年以25%的速度增长，那么40年后，这家企业可以将1000美元变成750万美元。虽然，这样持久的高速度增长极其罕见，但是也正说明了寻找成长性股票的报酬十分丰厚。但是，统计结果表明公司在连续数年保持高速增长后，可能就会进入极其不稳定的状态。因为总体经济增长率是一定的，而公司的长期增长率刚开始会超过这一增长率，过后一定是会渐渐慢下来，最终低于经济的增长率。之所以会出现这样的情况，一个原因是企业的生命周期，另外一个原因是市场竞争激烈，过高的利润率吸引了更多的竞争者出现。所以，为了保持尽可能的高增长，我们在寻找高成长性的同时，还需要注意该企业市场具有利基市场，也就是是否对后来者具有一定壁垒。将市场性专利和成长性统一起来才能找到更好的成长性企业作为价值投资对象。

价值投资者不能仅仅依靠历史来断定一个公司未来的成长性，为了保证成长性的可持久性，我们需要分析公司成长性的来源，由此区分那些依靠会计手法和恶性竞争带来的成长性与高质量的成长性。

成长性的关键在于销售收入的增长，很多人认为削减成本可以带来盈利能力的增长，但是这通常是不能持久的，所以成长性主要依靠的是销售的不断增长。那么，从销售的角度来看，成长性具有哪些来源呢？一般而言主要是下面几个：

- 销售量上升
- 价格上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 销售新的产品和服务
- 并购其他公司

就销售量的增长量而言,这是公司成长性最为重要的一点,彼得·林奇非常注重销售量的问题，所以他认为超市等大型卖场是寻找理想大牛股的好地方,他经常拜访一家非常大的超市,从中发觉那些产品销量很好的成长性公司。通过销售更多的产品,NOKIA 的市场份额从 15%增加到了 35%,而且在最近几年领先于其竞争对手。虽然,林奇像巴菲特一样基本不碰技术类股票,但是从 NOKIA 的成长上面看到了销售量增长对于公司成长性的关键意义。

我们接着谈谈涉及成长性的第二个方面,这就是提价能力。无论是对于巴菲特,还是林奇,都认为提价能力是一个具有持续竞争优势企业的关键特征。比如 Anheuser-Busch 公司就依靠每年提高售价 2%左右来保持盈利的成长能力,它能做到这一点的一个很重要的原因是它具有市场性专利,具体而言就是它具有一系列广为认同的品牌,比如 Bud Lite 等。

成长性的第三个方面涉及增加销售的品种，黄光裕在创业时候经营的产品主要是电视机一类的常用电器，现在国美经营的范围几乎囊括所有家用电器,连一些办公设备也进入了销售行列,这使得国美电器保持了较高的成长性。又比如国内中药的两大品牌:云南白药和东阿阿胶,他们都是在原有单一品种的基础上研发了很多新的产品和服务,比如云南白药气雾剂、药盒等。在沃尔玛身上我们也看到了同样的成长方式，就是不断扩展产品范围,开辟新的销售领域。林奇进行价值性投资的时候也极其注重公司拓展新产品的能力。

第四种成长性的来源是公司的并购活动，这要求公司管理者具有很高的投资能力,并且能够将股东的留存收益最大化利用,而不是盲目地扩大规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模，导致了低效率的投资结果。

我们已经知道了成长性的四种来源，最为关键的是销售量的增长，这为费雪父子和林奇所看重，因此股价销售比也就是通常所说的市销率是我们考察成长股需要重点分析的一个因素。找到成长性的来源是非常重要的，你应该了解清楚这家公司的成长性多少来自销售，多少来自提价能力，多少来自扩展销售品种能力，多少来自并购。只有分析清楚了这家公司成长性的具体构成，才能够更准确地把握其未来的成长空间。

并购经常受到投资机构的重视，但是收购行为的历史统计表明大多数收购并没有给股东带来好处。所以，从价值投资的角度而言，特别是从安全空间的角度而言，我们要对通过并购保持企业成长的策略持有谨慎的看法。更为重要的是，一个价值投资者需要购买的是一个好的企业，而不是一个只知道并购的大胃口家伙。

成长性公司估值

使用市盈增长比率来对成长性公司进行估值是林奇的拿手好戏，据说也是林奇最为出名的地方。通常而言，市盈增长比率（PEG）是市盈率除以长期的增长率，也就是预期增长率，但是林奇认为预期并不可靠，所以他采用的是历史增长率来计算市盈增长比率。

林奇寻找的是那些市盈率至少等于历史增长率的公司，他认为这类股票的定价是合理的，因为这表明市盈率的高低有着相应增长率的支持。更进一步，林奇还喜欢那些总体不错而且市盈率低于历史增长率的公司。林奇认为市盈增长比率上升到 1.5 的股票也可以考虑，如果一家公司的市盈增长比率在 1.5 以上，那就意味着不合理的价格了，特别是在 1.8 以上。使用这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一策略的时候要注意两个问题。第一个问题是利率的影响，第二个问题是增长率的评估。

我们先来看看第一个问题，增长可以在未来带来收益，所以增长的价值在现在是以现值来表现的。具体而言，就是将预期未来的收益贴现到现在。任何给定的增长率在利率较低的时候，创造出来的收益的现值会比较高。所以，你会发现一些增长率为50%的股票，在利率为7%的时候市盈率为40，而在利率为5%的时候其市盈率上升到60，这表明利率会在对市盈率和增长率之间的关系产生一定的影响，所以林奇给出1到1.5的市盈增长比率范围应该灵活运用，一定要注意利率对合理市盈增长比率的影响。在利率非常低的时候，比如中国2005年到2007年初的时候，就可以接受市盈增长比率贴近1.8的优质股票，而在利率较高的时候则应该将选股的市盈增长率标准严格，缩小到1以下。在美国一般以长期国债利率作为选股时参照的利率，著名的金融统计专家Damodaran统计了利率对市盈增长比率的影响，这是美国的情况，但是对于中国A股市场的理解也是类似的：

- 当长期国债利率为12%时，超过65%的上市企业的市盈率低于预期增长率，也就是适应增长比率小于1；
- 当长期国债利率为8%时，有45%左右的上市企业的市盈率低于预期增长率；
- 当长期国债利率为5%时，有25%左右的上市企业的市盈率低于其预期增长率；

从这个统计可以看出，在低利率的情况下，能够得到林奇要求的股票会大为减少。

接着我们再来看第二个问题，选择什么样的增长率来计算市盈增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很多情况下，不少券商和投资分析机构会提供很多不同期限和倾向的增长率给你选择，比如5年到3年的，甚至未来一年的，同时增长率可以是历史的，也可以是预期的。对于林奇来讲，他是倾向于使用一个历史的增长率，而且最好要有一定的时间长度，这样可以避免受到暂时数据的干扰，格雷厄姆在数据期限选择上也倾向于长期，这是价值投资者重视历史和一贯表现的普遍特征。

我们来看看除了林奇以外的股票分析家们是如何运用市盈增长比率的，并且看看其用法的效果如何。这些分析家通常采用的是基于历史表现进行适当调整的预期每股盈余增长率，那些市盈率低于增长率的股票被他们认作首选。所以，现代的分析家对于该比率的用法受到了林奇的很大影响。世界著名投行摩根斯坦利对于这个方法的绩效进行了统计，他们发现买进市盈增长比率比较低的股票能够创造显著高于标准普尔500指数的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章　“10-8”测试法速查牛股

沪深两市上市的股票如此之多，要利用价值投资技术剖析如此之多的公司存在一定难度,所以本章介绍一种快速测试,可以高效率地对上市公司进行初选。如果你认为某一只股票(或者说一家上市公司)可能是潜在的价值投资对象,那么就利用下面的8个小问题来进行快速测试。进行这些测试所花的时间并不多,熟练后可以控制在10分钟左右。当然,前提是你对财务指标有基本的了解，能够利用报价软件和股票网站上的现成财务数据进行分析。

如果能够坚持用本章介绍的这个“10-8”测试方法,至少可以帮助你将考虑的股票去掉一半以上,不然的话需要考察和分析的股票就太多了。在这个测试过程中早一点显示出前景黯淡的股票，可以帮助你集中更多的精力于那些值得投资的公司上。

在运用这8个小问题进行测试的时候,需要注意一些事项,这些事项涉及到经验问题。8个问题只是针对普遍情况,这里面肯定存在例外,这是大家要注意的第一个事项。也就是说8个小问题不可能保证将所有值得投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司都囊括进来而不漏掉。但是，使用这个测试至少可以保证剔除大部分的劣质股票。最后，我们要告诫大家的是最近 IPO 的股票不值得你花精力和时间在上面，毕竟这些公司只有在认为自己会被高估的时候才会上市，只有能够卖出一个好价钱的时候才会上市。对于卖家而言，好价钱就是超过价值越多越好的价钱。另外，绝大多数 IPO 公司都处于创业初期，一般经营记录都非常短，缺乏相应的经营历史和经验，适应能力和解决危机能力相对较差。当然，如果一家从母公司分裂出来的子公司就另当别论了。下面我们就正式进入到快速测试过程中。

公司是一直在赚取利润吗?

首先我们应该查看这家上市公司的利润表，看看这家公司的营业利润如何。我们以贵州茅台作为实例，请看表格 12-1。营业利润在利润表的第二大项中，不过这种静态格式并不能说明太多问题，我们需要查看历史趋势。这个问题听起来很简单，但是它可以帮助我们避免很多陷阱。较为常见的一种陷阱是某家一直处于亏损阶段的公司突然宣告令人兴奋的利多消息。这种刚刚赚取利润的公司往往是靠不住的，所以我们重点放在“一直”两个字。也就是说要查看这家公司的历史经营状况，特别是要查看历史营业利润。

表 12-1 贵州茅台的利润表

会计年度	2010-03-15	2009-12-31	2009-09-30
一、营业收入	3,039,906,100.41	9,669,999,065.39	7,807,202,385.78
减：营业成本	295,386,812.48	950,672,855.27	743,207,551.34
营业税金及附加	540,768,518.44	940,508,549.66	676,193,009.49
销售费用	144,719,684.59	621,284,334.75	439,653,539.35
管理费用	309,690,750.83	1,217,158,463.04	733,148,103.43

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

堪探费用	--	--	--
财务费用	-46,248,011.12	-133,636,115.78	-90,429,443.69
资产减值损失	18,000.00	-300,085.01	442,604.00
加:公允价值变动净收益	--	--	--
投资收益	--	1,209,447.26	972,122.26
其中:对联营企业和合营企业的投资收益	--	--	--
影响营业利润的其他科目	--	--	--
二、营业利润	1,795,570,345.19	6,075,520,510.72	5,305,959,144.12
加:补贴收入	--	--	--
营业外收入	10,325.86	6,247,977.00	494,320.00
减:营业外支出	2,800,000.00	1,228,603.08	1,086,603.01
其中:非流动资产处置净损失	--	--	--
加:影响利润总额的其他科目	--	--	--
三、利润总额	1,792,780,671.05	6,080,539,884.64	5,305,366,861.11
减:所得税	448,397,873.24	1,527,650,940.64	1,325,571,242.91
加:影响净利润的其他科目	--	--	--
四、净利润	1,344,382,797.81	4,552,888,944.00	3,979,795,618.20
归属于母公司所有者的净利润	1,265,662,575.41	4,312,446,124.73	3,786,951,421.67
少数股东损益	78,720,222.40	240,442,819.27	192,844,196.53
五、每股收益	--	--	--
(一)基本每股收益	1.34	4.57	4.01
(二)稀释每股收益	1.34	4.57	4.01
备注			

我们来看贵州茅台的营业利润是否一直处于增长，请看图 12-1，这是贵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

州茅台十年来的营业利润增长情况，可以看到这家公司的营业利润在稳步增长，上升趋势非常明显，因此它通过了第一个小问题的测试。

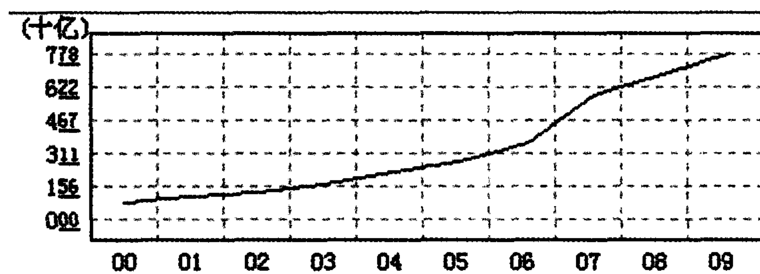


图 12-1 贵州茅台的营业利润趋势

公司现金流如何?

不少公司为了让自己的经营业绩显得更好，常常利用“应收账款”来做文章，为了避免被这类公司的报表所误导，我们还需要查看这家公司的现金流怎么样？准确地说是看这家公司能不能从经营活动中持续不断地产生现金流。这里的关键在于“持续不断”，如果一家公司的现金流非常不稳定，那么很容易因为资金链断裂而出现大问题。快速增长的公司某些时候会在现金流产生之前就报告营业利润，他们将应收账款当做利润，而忽视了应收账款可能成为坏账的可能。那些在经营活动中产生负的现金流的公司不得不寻求融资渠道弥补亏空，这样做将增加股东的负担，或者是稀释股东的既有权益。现金流存在问题的公司是危险的公司，而那些现金流稳定的公司则值得我们关注。请看表 12-2 最后一行的现金流状况，可以看到处于显著的增长状态，这表明贵州茅台是一家能够持续不断产生稳定现金流的公司，当然为了保险起见你还应该查看 2004 年之前的现金流状况。总之，历史越长的公司越可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-2 贵州茅台的经营绩效

报告期	2009	2008	2007	2006	2005	2004
业务收入(百万)	9，670.00	8，241.69	7，237.43	4，903.38	3，930.52	3，009.79
业务利润(百万)	7，778.82	6，760.21	5，761.71	3，541.94	2，713.16	2，149.88
EBITDA(百万)	5，718.01	5，088.52	4，350.48	2，479.14	1，903.78	1，485.67
净利润(百万)	4，312.45	3，799.48	2，830.83	1，544.81	1，118.54	820.55
毛利率(%)	90.17	90.30	87.96	83.96	82.52	82.22
销售净利率(%)	44.60	46.10	39.11	31.51	28.46	27.26
资产负债率(%)	25.89	26.98	20.16	35.56	35.93	33.84
资产报酬率(%)	21.81	24.12	27.01	16.14	13.88	12.87
权益报酬率(%)	29.81	33.79	34.38	25.48	21.97	19.68
每股业务收入(元)	10.25	8.73	7.67	5.20	4.16	3.19
每股权益(元)	15.33	11.91	8.72	6.42	5.40	4.42
每股盈利(元)	4.57	4.03	3.00	1.64	1.19	0.87
每股经营性活动现金净流量(元)	4.48	5.56	1.85	2.24	1.79	1.03

净资产收益率能保持在10%以上吗?

净资产收益率也就是权益报酬率，这是直接关系股权回报率的一个指标。我们一般采用10%作为底线。这里不仅仅要求某一年的净资产收益率要在这个水平之上，同时要求整体的净资产收益率在这个水平之上，这是一个最低标准。如果一家非金融类的公司最近十年的经营历史中有一半时间都在这个水平之下，则这家公司并不值得你买入并持有。而对于金融类的公司则应该以12%作为最低门槛。当然，要谨防那些采用过高财务杠杆的公司，他们的净资产收益率很高，但是资产收益率却很低。还是请看表12–2，表格中有一栏为权益报酬率，可以看到贵州茅台最近几年表现都在10%以上，最低一年都是19.68%。再把视野放宽一些，看看从2000年到现在的表现，请看图12–2，可以看到贵州茅台的净资产收益率都在15%以上，所以这家公司通过了第二个小问题的测试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

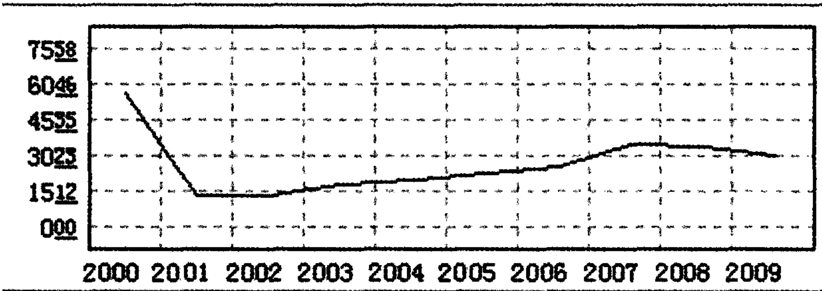


图 12-2 贵州茅台的净资产收益率趋势

我们再来看一家金融类的公司，前面已经提到金融类公司的净资产收益率或者说权益报酬率的底线是 12%。我们这里以民生银行为例，请看表 12-3。从这个表格中可以看到 2004 年该公司的权益报酬率为 15.79%，这个权益报酬率高于 12%的底线，其他几年也是，所以民生银行作为金融类公司通过了这个测试。

表 12-3 民生银行的经营绩效

报告期	2009	2008	2007	2006	2005	2004
业务收入(百万)	42，060.00	35，017.00	25，301.00	17，451.67	12，826.23	17，958.78
业务利润(百万)	15，605.00	10，412.00	9，199.00	5，245.31	4，191.07	2，844.55
EBITDA(百万)	16，143.00	10，955.00	9，652.74	5，661.76	4，541.91	3，125.48
净利润(百万)	12，104.00	7，885.00	6，335.00	3，758.25	2，673.42	2，038.40
毛利率(%)	37.10	29.73	36.36	30.06	32.68	20.07
销售净利率(%)	28.78	22.52	25.04	21.54	20.84	11.35
资产负债率(%)	93.77	94.81	94.54	97.34	97.24	97.10
资产报酬率(%)	0.850.	75	0.69	0.52	0.48	0.46
权益报酬率(%)	13.75	14.63	12.62	19.46	17.38	15.79
每股业务收入(元)	1.89	1.86	1.75	1.11	1.77	1.33
每股权益(元)	3.95	2.86	3.47	1.23	0.98	0.96
每股盈利(元)	0.54	0.42	0.44	0.24	0.17	0.15
每股经营性活动现金净流量(元)	2.56	2.96	-0.81	2.61	2.11	-1.12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主营收入是否在持续增长?

主营收入的增长最好具有趋势性,也就是稳步向上,而不是上窜下跳,周期性行业基本上满足不了这一条要求,所以一般周期性行业都不是主流价值投资的介入对象。贵州茅台的主营收入趋势如何呢?请看图 12-3,可以发现这家公司的主营收入稳步增长,表现非常不错,通过了这个测试环节。

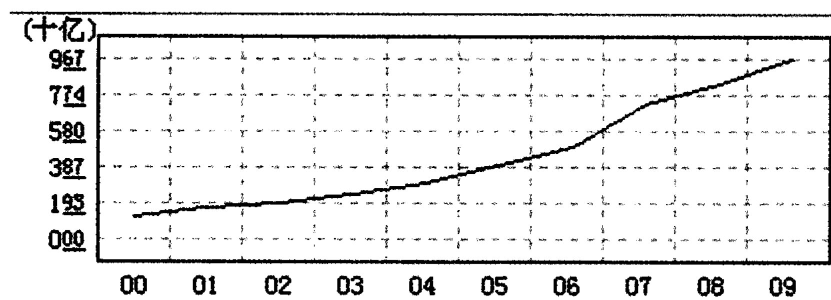


图 12-3 贵州茅台的主营收入趋势

资产负债表有假账吗?

注意查看资产负债表中的债务结构,那些大量负债的公司需要注意,如果一家非金融类公司财务杠杆比率超过 4,或者负债权益比率在 1 以上,那么就进一步查看这家公司的实际业务运作了。请看表 12-4,贵州茅台基本上没有什么负债,这是一个非常好的现象。同时,应收账款也维持在一个较低的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-4 贵州茅台的资产负债表

告期	2009	2008	2007	2006	2005	2004
流动资产						
货币资金	9，743.15	8，093.72	4，722.71	4，474.22	3，891.99	2，898.33
交易性金融资产	—	—	—	—	—	—
应收票据	380.76	170.61	101.05	185.65	159.67	115.37
应收账款	21.39	34.83	46.41	68.35	43.69	31.28
其它应收账款	96.00	82.60	86.11	56.68	51.24	29.17
预付账款	1，203.13	741.64	639.76	3.14	12.39	4.74
存货	4，192.25	3，114.57	2，304.82	1，980.90	1，860.55	1，693.74
其他流动资产	—	—	—	—	—	—
流动资产合计	15，655.59	12，240.75	7，904.44	6，768.95	6，019.52	4，772.64
非流动资产						
可供出售金融资产	—	—	—	—	—	—
持有至到期投资	10.00	42.00	58.00	42.77	—	—
长期应收款	—	—	—	—	—	—
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00	10.24	9.82
投资性房地产	—	—	—	—	—	—
固定资产净额	3，168.73	2，190.17	1，826.98	1，222.90	981.38	715.52
在建工程	193.96	582.86	361.52	989.03	909.89	776.05
无形资产	465.55	445.21	249.27	256.94	57.07	37.70
递延所得税资产	225.42	176.68	52.85	170.09	—	—
其他非流动资产	—	—	—	—	—	—
非流动资产合计	4，114.04	3，513.44	2，577.03	2，801.85	2，038.08	1，601.01
资产总计	19，769.62	15，754.19	10，481.47	9，570.79	8，057.60	6，373.65
短期借款	—	—	—	—	—	—
交易性金融负债	—	—	—	—	—	—
应付票据	—	—	—	—	—	—
应付账款	139.12	121.29	59.68	41.25	30.33	35.78
其他应付款	710.83	575.91	423.50	300.03	269.35	396.04
其他流动负债	—	—	—	—	—	—
流动负债合计	5，108.06	4，250.77	2，112.62	3，402.94	2，895.20	2，156.65

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期借款	—	—	—	—	—	—
应付债券	—	—	—	—	—	—
长期应付款	—	—	—	—	—	—
递延所得税负债	—	—	—	—	—	—
其他非流动负债	—	—	—	—	—	—
非流动负债合计	10.00	—	—	—	—	0.30
负债合计	5，118.06	4，250.77	2，112.62	3，402.94	2，895.20	2，156.95

股本	943.80	943.80	943.80	943.80	471.90	393.25
资本公积	1，374.96	1，374.96	1，374.96	1，374.45	1，846.12	1，923.94
盈余公积	1，585.67	1，001.13	838.32	620.73	967.25	648.56
外币报表折算差额	—	—	—	—	—	—
未分配利润	10，561.55	7，924.67	5，077.02	3，124.44	1，806.63	1，006.78
所有者权益（或股东权益）合计	14，651.57	11，503.42	8，368.86	6，167.85	5，162.40	4，216.71
归属于母公司所有者权益（或股东权益）合计	14，465.98	11，244.57	8，234.11	6，063.42	5，091.90	4，169.15
少数股东权益	185.58	258.85	134.75	104.43	70.50	47.56
负债和所有者权益（或股东权益）合计	19，769.62	15，754.19	10，481.47	9，570.79	8，057.60	6，373.65

公司的竞争对手怕他吗？

一家公司好不好不是自己说了算，消费者的意见也不能表明一家公司的盈利能力，它的竞争对手应该是最好的评价方。一家令竞争对手敬畏的公司一定是一家具有持续和强大竞争优势的公司。贵州茅台在白酒行业中一直为其它白酒公司所敬重，它在产品价格上的行动往往为竞争者所模仿和跟随。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司过去分红送配了吗?

公司要高效运用自己的利润，对于很多公司而言如果没有更好的投资渠道就应该将利润当做红利分给股东，一家处于后成长期的公司应该坚持分红,而不是将资金用于低收益率的扩张中。巴菲特非常看重那些坚持分红的成熟公司,这点值得我们学习和借鉴。

公司的增长可持续吗?

公司增长是否可持续,主要取决于两个因素,第一是潜在市场空间,第二是公司的竞争优势是否可持续。一般而言,具有“护城河”或者说“市场性专利”的公司能够持续增长，比如具有保密配方和专利技术的中药上市公司,以及酒窖稀缺的白酒上市公司。寻找那些具有持续竞争优势的公司,看看正在考察的公司是否具有持续竞争优势。

除了上述 8 个小问题之外，我们还应该借鉴一下巴菲特选股时的一些关键思路,巴菲特也有自己的一套测试问题。对于巴菲特的具体投资步骤和选股方法存在两个比较权威的版本，这两个版本都是基于巴菲特此前的投资历史和年报得出的，而且这两个选股方法的定量化和定性化都做得比较好。第一个版本是 R.G.海格史度姆总结出来的,他的这个版本得到了彼得·林奇和肯尼斯·费雪的推荐，而且他对巴菲特为伯克希尔·哈撒韦公司写的年报研究非常透彻,对于巴菲特的操作账目了若指掌。第二个版本是巴菲特的前儿媳和一位友人提供的，这一版本覆盖了巴菲特在新千年前后的一些重要交易。两个版本相差 10 年左右。对于巴菲特本人是否采用了相同的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资步骤和法则，我们不作评价，但是我们认为这些版本确实包含了巴菲特某一段成长和投资历程的影像。下面我们就来分别谈谈这两个版本的巴菲特投资法则。

第一个版本是R.G.海格史度姆归纳出来的，大约是在20世纪90年代中期，距离现在大概10多年了，期间巴菲特投资了白银，投资外汇，还经历了互联网泡沫的破裂。R.G.海格史度姆将巴菲特的投资法则分为四步，前面我们已经提到过了，这里简要回顾一下，详细的内容请结合本章第6部分的相关段落学习。

R.G.海格史度姆版本的巴菲特投资法则包括四个步骤，关键是第三个步骤。四个步骤分别是：

> 第一步，远离股票市场；

> 第二步，忽略经济变化；

> 第三步，买入公司，而不是股票；

> 第四步：关注持有股份的相应公司的变化，进行头寸管理。

其中第三步具体包括了四项选股准则：

第一，商业准则

1. 公司的业务是否简单明了
2. 公司的经营历史是否连贯
3. 公司的前景如何，成长性如何

第二，管理准则

1. 高级管理者是否对股东诚实，敢于承认自己的失误
2. 高级管理者是否理智，善于留存收益
3. 高级管理者是否能够抵御群体行为

第三，财务准则

1. 公司的股权回报率如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 公司的利润率如何

3. 公司的自由现金流或者是"股东收益"如何

4. 留存收益的增值情况如何,是否得到了有效的使用

第四，市场准则

1. 公司的内在价值如何，也就是公司的未来现金流贴现后的水平如何

2. 股价是否低于公司的内在价值

接着我们来看第二个版本,这个版本是由玛丽·巴菲特同巴菲特家族的一个友人一起总结出来的,时间大致在千禧年后一两年。这个版本的巴菲特投资法则涵盖了新经济时期巴菲特所做的投资，其版本赖以生成的样本更加广泛,具有更好的代表性,最为重要的一点是这个版本首次强调了"市场专利"在巴菲特投资体系中的关键地位,这在上一个版本是看不到的。下面我们就来看看玛丽·巴菲特版本的巴菲特投资法则。这一版本共包含了两大步骤,一共 14 条子项目。

第一部分:考察公司质量

1. 公司是否具有持久竞争优势

2. 投资者是否清楚该公司产品的用处

3. 20 年后该产品过时的概率有多大

4. 该公司的资金是分配给具有持久性竞争优势的业务吗

5. 公司过去 10 年的每股盈余和其增长率是否较高(横向比较)

6. 公司过去 10 年的股权回报率是否较高(以 15%作为门槛)

7. 公司过去 10 年的资本回报率是否较高(横向比较)

8. 公司的偿债能力如何，需要多少年才能偿还清目前账目上的长期债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 公司是否正在积极回购股票

10. 公司具有定价能力吗，能否抵御通胀的侵蚀

11. 公司需要大量的资本支出来更新固定资产吗

第二部分：考察股票价格

12. 股票价格处于市场性恐慌下跌吗，是否出现暂时性的糟糕情况导致股价下跌

13. 市盈率的倒数与国债长期收益率比较起来是否具有吸引力。如果市盈率较高，则其倒数较小，这种情况下，股票就缺乏吸引力。市盈率又称本益比，是每股收益除以股价得到的一个比率，价值投资者经常使用这一比率判断股价是否存在过高的可能

14. 根据 10 年每股收益的年增长率推算年复合回报率是否可观

第二个版本的方法与晨星公司使用的价值投资策略非常相似，据说晨星公司最初就是根据巴菲特的理念建立起来的。另外，香港价值投资大师林森池也常用类似的策略，这两个版本的投资策略，都有一个共同点：重视企业的持久竞争优势。用我们总结的话来说，就是巴菲特的投资体系很可能是以“市场专利”为核心建立起来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章　高成长行业分析

无论是风险投资(VC)还是私募股权投资(PE),乃至本书所推崇的上市股票投资都存在一个共同的规律：一些行业比另外一些行业更能为投资者带来收益;某些行业比起另外一些行业更能构建独特的竞争优势,即更容易构建进入壁垒。一个聪明的投资者应该投入更多的精力来研究这些行业,当然也应该对其他行业有一定了解,这样才能做到综观全局,了然于胸。股票投资也是"运用之妙存乎一心",所以大家务必对本章介绍的行业分析要点多加实践,只有加以实践才能明白什么是真正有效的工具和观点。

作为价值投资的拥趸,我们不反对自上而下的投资策略,在前面介绍美林投资时钟的章节中,我们甚至提倡大家从宏观周期的角度来选择介入点。另外,每个行业都有其自己的特点,巴菲特所谓的"能力范围"也主要是基于行业部门而言,比如银行业与其他行业相比,财务报表显得非常不同。竞争优势分析告诉我们应该买哪些股票,而宏观经济周期分析则告诉我们什么时候买入这些股票。我们在运用价值投资的时候,需要注意一个非常重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题，那就是价值投资需要同时考察股价和公司两方面，“物美价廉”四个字是价值投资的精髓。公司是好公司，具有持续竞争优势，这还并不够，还要求股价要低，这样才构成一个买入条件。

中药和白酒行业是我们较为看好的行业，另外银行和传媒也是值得重点关注的行业。一般而言，这些行业集中了多数的具有较强竞争优势的公司，本章的主要内容是行业分析，下一章将具体分析公司。

医药行业分析

医药行业是抗经济周期的行业，是公募和私募基金经理心里始终追求的行业，是永远的朝阳行业。

医药行业是一个多学科先进技术和手段高度融合的高科技产业群体，涉及国民健康、社会稳定和经济发展。1978 年至 2008 年，历经 30 年改革大潮洗礼的中国医药行业发生了翻天覆地、日新月异的变化。30 年来，中国医药工业增长速度一直高于国内生产总值(GDP)。从 1978 年到 2007 年，医药工业产值年均递增 16.8%，成为国民经济中发展最快的行业之一。

中国已经具备了比较雄厚的医药工业物质基础，医药工业总产值占 GDP 的比重为 2.7%。维生素 C、青霉素工业盐、扑热息痛等大类原料药产量居世界第一，制剂产能居世界第一。中国药品出口额占全球药品出口额的 2%，但是中国药品出口的年均增速已经达到 20%以上，国际平均水平是 16%。与此同时，中国药品市场地位不断提升，占世界药品市场的份额由 1978 年的 0.88%上升到 2008 年的 8.25%。

2009 年 1 月 21 日，国务院常务会议通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，新一轮医改方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案正式出台。新医改方案带来市场扩容机会、新上市产品的增加、药品终端需求活跃以及新一轮投资热潮等众多有利因素保证了中国医药行业的快速增长。2009 年，中国医药行业增加值增长 14.9%，同时我国医药外贸总体运行良好，医药保健品进出口逆势增长，进出口总额达到 531 亿美元，再创历史新高。

今后 5 年世界药品市场增长的重心将从欧美等主流市场向亚洲、澳洲、拉美、东欧等地区逐渐转移。中国医药行业仍然是一个被长期看好的行业。到 2013 年中国将超过日本成为世界第二医药大国，2020 年前中国可能将超过美国，跃居世界第一医药大国。医药行业是我们重点推荐的价值投资行业之一，另外一个重点推荐的价值投资行业是白酒行业。在投资医药类上市公司的时候要寻找那些具有长期专利保护或者秘密配方的公司，除此之外，还可以寻找一些新药研发能力较强的公司，这种公司成长性一般不错。如果医药类上市公司的产品存在很大的潜在市场，或者需求没有被显著满足，那么这家上市公司就有非常好的投资机会。根据美国著名证券专家西格尔的研究结论，只有医疗保健、日用消费品和能源三个部门取得了持久的客观投资回报，所以上述制药相关企业包括了西药等部门。我们重点推荐如下几只股票：恒瑞制药、国药股份、恩华制药、爱尔眼科。

下面谈一下云南白药的问题。云南白药以前是牛股，我们更关心的是未来的情况，它还是大牛股吗？回答，再是牛股的可能性极小。2007 年出版的《生物技术药物》（主编是中国军事医学科学院权威汤仲明教授）在该书总论第三页右下部有一段文字，今抄下，供大家参考：“传统药物的发现是依赖于意外发现或先导化合物基础上从千万个化合物中广泛筛选得到的，在发现新药时往往对其药用机理和特点不甚了解，或依赖先导化合物比较进行临床或临床研究”。这段文字对世界各国的传统药物进行了理论说明，当然也包括中药。由于传统药物在理论上的缺失，导致新药开发几乎不可能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以说“除了找偏方，还是找偏方，你做我也做，你仿我也仿”。中药类企业如没有新产品，老的产品市场饱和后，便没有成长性了，从云南白药和同仁堂便知一二，而我们的基金经理们大部分没有医药知识，导致对中医中药的盲目追捧，加上民族感情，就更荒唐了，给出的估值也当然偏高。

同时，《生物技术药物》对生物制药也有描述：“与之相反，生物技术药物的构思和产生，往往是在分子生物学和生物高技术基础上的生物和医学各个科学分支理论和实验的产物，每种生物技术药物往往都是深思熟虑”。从这里，我们便知该类公司在创新产品上的优势，当然公司的成长性极好。这也是发达国家股市对生物技术类公司高估值（通常 40~70 倍市盈率）的原因。国内也有这样的公司。

在我们的股市中有生物制药类、化学制药类、中药类公司。由于大部分机构对药类股票的认识不够深，因此在对中药和生物制药的估值上，出现较大的混乱。在 2003 年、2004 年对云南百药和同仁堂等给了很高的估值，两三年后就出现问题了。我个人认为中药类股票不适合成长性投资。千万不要期待中药类公司给你研究出新产品，否则盼来的只是牙膏、喷剂、创口贴等。

白酒饮料行业分析

白酒是中国传统蒸馏酒，工艺独特，历史悠久，享誉中外。中国白酒是世界著名的六大蒸馏酒之一(其余五种是白兰地、威士忌、郎姆酒、伏特加和金酒)。白酒是指以富含淀粉质的粮谷如高粱、大米等为原料，以中国酒曲即大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂，采用固态(个别酒种为半固态或液态)发酵，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、贮存和勾调而制成的蒸馏酒。如：茅台酒、五粮液、汾酒、西凤酒、洋河大曲等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

2008 年我国白酒制造业行业规模不断扩大，发展速度较上年有所加快。2008 年 1~11 月，中国白酒制造行业实现累计工业总产值 146,337,958,000 元，比上年同期增长了 29.82%；实现累计产品销售收入 141,190,334,000 元，比上年同期增长了 29.94%；实现累计利润总额 18,643,047,000 元，比上年同期增长了 36.79%。2008 年我国白酒产量保持了较为迅速的增长。

2009 年以来，白酒行业作为高端奢侈消费品的代表，在金融危机持续蔓延导致政府消费缩减、企业及个人消费能力下降、消费税从严征收、整治酒后驾车等负面因素的影响下，依然保持了良好的回升势头，尤其是进入下半年行业回升态势更为明确，企业效益进一步提升。2009 年 1~11 月我国白酒制造行业实现累计产品销售收入 185,810,111,000 元，比上年同期增长了 30.46%；实现累计利润总额 23,489,029,000 元，比上年同期增长了 25.73%；截至 2009 年 11 月底，全行业规模以上企业数量达到 1434 家。

未来 10 年中国白酒行业整体将进入一个稳定发展期，中国白酒业出口增长将达到 5%至 10%，利润将达到 20%。短期来看，预计 2010 年我国白酒制造行业总体增长速度将比 2009 年有所放缓，随后五年(2011~2015)行业增长速度基本上比较稳健，总体上将比 2010 年有所回升，2015 年产值将达到 8,688.4 亿元；收入年均增长率约为 27.7%，2015 年收入将达到 8,712.0 亿元；利润年均增长率约为 34.2%，2015 年利润将达到 1,550.8 亿元。

下面介绍的股票不构成投资建议，大家应该自行判断其投资价值，同时下面介绍的股票在目前的市盈率下并不是很好的购买时机，所以大家应该长期跟踪这些公司，并在价格相对便宜时买入这些公司作为长期持有的对象。由于大多数酒业公司都具有持续竞争优势，所以我们将 A 股上市的酒业公司部分列出来，大家可以根据表 13-1 对每家酒业上市公司进行详细的研究和考察。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们对上述股票中的少数几只特别中意，根据我们的分析，可以在市盈率较低的时候介入，比如张裕A、贵州茅台、青岛啤酒和洋河股份。我们希望本书的读者能够深入跟踪这些公司，在市盈率较低、估值水平低时买入并作长线持有。当然，这是我们根据巴菲特选股方法得出的结论，并不代表实际的买卖建议，所以请独立思考，做出你自己的决策。

表13-1 A股上市酒业公司

股票代码	公司简称	总收入（百万元）	净利润（百万元）	09EPS	10EPSe
000568	泸州老窖	4，370.42	1，673.34	1.20	1.43
000729	燕京啤酒	9，490.12	627.49	0.52	0.73
000869	张裕A	4，199.40	1，127.33	2.14	2.66
002304	洋河股份	4，002.05	1，253.62	2.79	4.30
600059	古越龙山	740.57	76.50	0.14	0.23
600519	贵州茅台	9，670.00	4，312.45	4.57	5.84
600600	青岛啤酒	18，026.11	1，253.29	0.93	1.19
600809	山西汾酒	2，143.45	354.99	0.82	1.38

青岛啤酒，上市公司为青岛啤酒股份有限公司。在漫长的100多年发展历程中，青岛啤酒厂积累了丰富的经验，在消化吸收的基础上形成了自己独特的传统。因而，产品质量比较稳定，被国内外消费者公认为名牌产品。1963年4月在全国第二届评酒会上，青岛啤酒被评为国家名酒，获轻工业部金质奖章；1979年9月获国家经委颁发的国家优质产品银质奖；1980年、1985年两次获得国家质量金质奖。1980年4月获国家工商行政管理局“国家著名商标”称号；1991年9月被评为中国十大驰名商标之一。在国际上：1981年、1985年两次在美国华盛顿举行的国际评酒会上获得冠军；1987年5月在美国密西西比州杰克逊市举行的国际啤酒评比中名列榜首；1991年9月在比利时布鲁塞尔举行的蒙顿国际评比大赛上获金质奖。目前公司销售收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入、实现利税、出口创汇等指标位居中国啤酒行业之首。请看表格 13-2，相对于白酒上市公司而言，青岛啤酒的权益报酬率显得很平淡，而且资产负债率要比白酒优质上市公司更高。作为一个曾经享誉世界的饮料品牌，青岛啤酒的竞争优势显著下降，这表明管理层存在极大的空间来提高其经营绩效。不过，我们再来看这家公司财务明细走势图，图 13-1 到图 13-4 表明这家公司的增长还是比较稳固的，所以如果作为一个对投资收益要求不那么高的价值投资对象还是可以的。

表 13-2 青岛啤酒的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	50.14	2.19	5.77	6.95	6.08	42.40	15.25	8.43	28.67
2008	56.34	2.29	5.71	4.37	4.65	48.79	11.50	5.58	25.29
2007	77.81	2.87	6.50	4.07	4.21	48.13	10.13	4.83	-169.67
2006	39.12	1.19	2.41	3.69	4.00	40.58	8.36	4.57	56.38
2005	26.22	0.85	2.05	3.03	3.78	41.88	6.15	3.17	27.44
2004	32.09	1.08	2.32	3.24	3.38	57.66	7.80	2.83	10.70
2003	29.22	0.97	2.11	3.38	3.32	53.73	7.22	2.82	5.03
2002	57.91	1.13	2.01	3.33	3.20	56.13	7.21	2.58	3.73
2001	66.57	1.62	2.77	1.95	2.96	55.82	3.47	1.25	2.57
2000	76.63	2.59	2.83	2.43	2.45	61.03	4.16	1.31	2.66

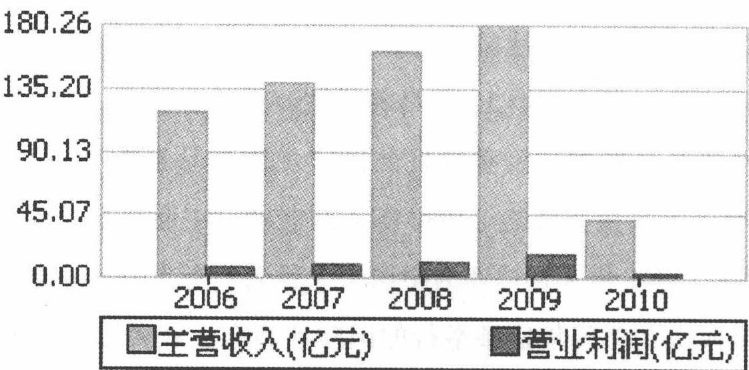
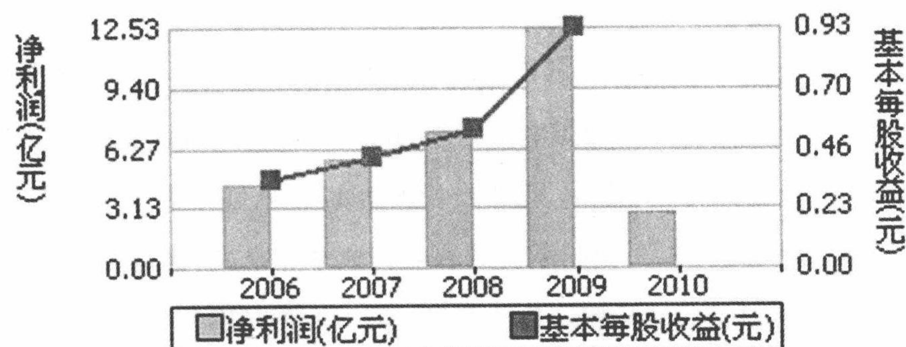


图 13-1 青岛啤酒的主营收入和营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



13-2　青岛啤酒的净利润和每股收益

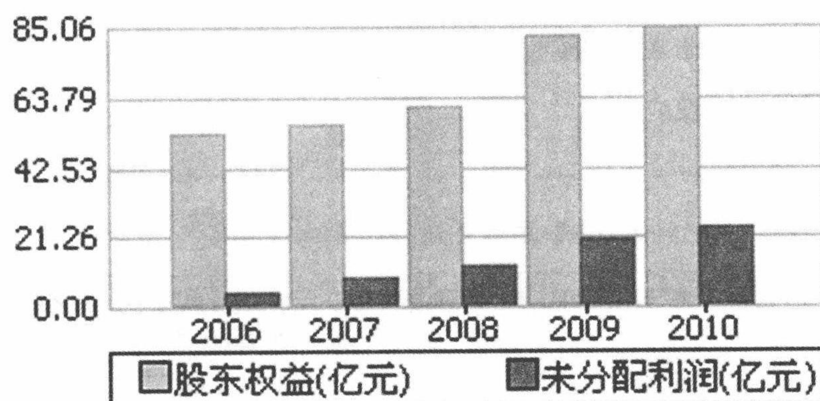


图 13-3　青岛啤酒的股东权益和未分配利润

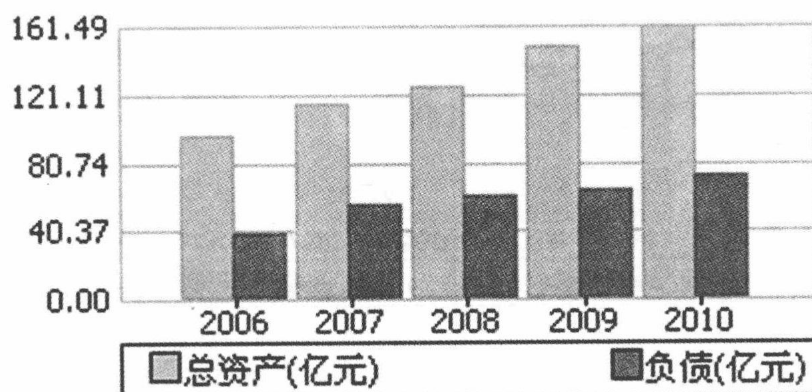


图 13-4　青岛啤酒的总资产和负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵州茅台，上市公司为贵州茅台酒股份有限公司。茅台酒产于中国西南贵州省仁怀县茅台镇，同英国苏格兰威士忌和法国柯涅克白兰地并称为“世界三大名酒”。它的生产可以追溯到距今2000余年前的汉代。到清代中期，茅台酒的生产已具有一定的规模，年产量可达170吨，在中国古代酿酒史上是罕见的。请看表13-3，贵州茅台的权益报酬率非常高，最近几年稳定在20%以上，同时这家公司的资产负债率相比同行而言是较低的。贵州茅台的净利润率是非常高的，这可以与青岛啤酒对比来看。青岛啤酒的净利润率都是一位数，而贵州茅台的净利润率则在20%以上，结合图13-5来看，贵州茅台的提价能力非常强。再看图13-6，贵州茅台的总资产在显著上升，而相应的负债却基本没变。

表13-3 贵州茅台的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	34.87	16.08	11.78	44.60	15.33	25.89	29.81	21.81	-44.50
2008	51.07	19.98	17.56	46.10	11.91	26.98	33.79	24.12	-51.54
2007	79.43	25.02	20.24	39.11	8.72	20.16	34.38	27.01	-100.06
2006	36.13	10.28	7.94	31.51	6.42	35.56	25.48	16.14	-97.30
2005	20.66	5.63	4.07	28.46	5.40	35.93	21.97	13.88	-58.52
2004	16.79	4.10	2.86	27.26	4.42	33.84	19.68	12.87	-56.35
2003	15.50	3.18	2.04	24.44	3.64	29.98	17.06	11.84	-59.89
2002	21.33	4.33	2.77	20.50	3.02	26.87	13.19	9.57	-36.14
2001	21.60	4.84	12.18	20.29	2.68	26.73	12.97	9.48	-104.75
2000	N/A	N/A	N/A	22.40	0.63	65.03	56.41	19.67	67.59

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

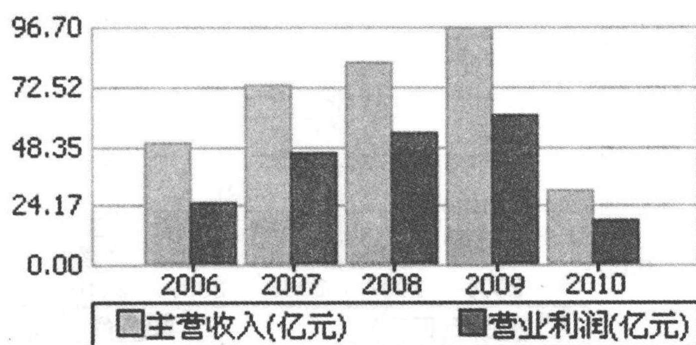


图 13-5 贵州茅台的主营收入和营业利润

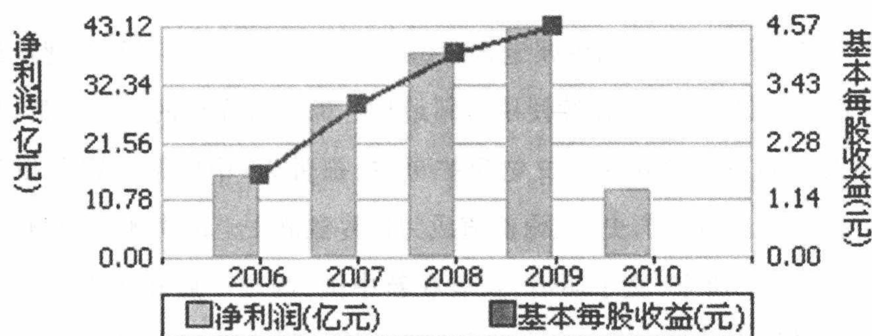


图 13-6 贵州茅台的净利润和每股收益

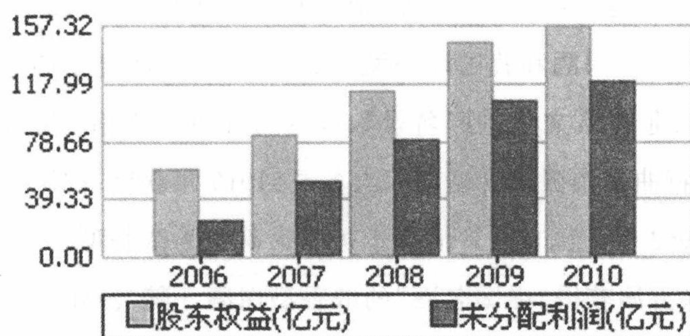


图 13-7 贵州茅台的股东权益和未分配利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

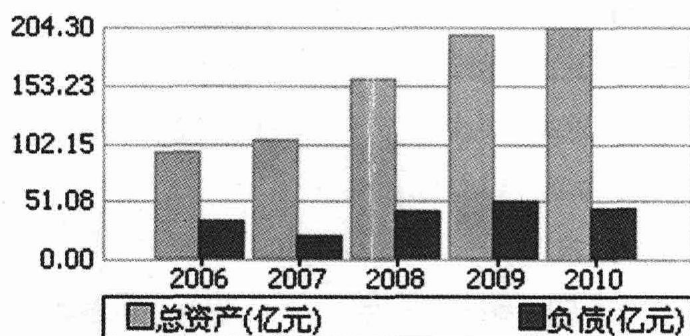


图 13-8　贵州茅台的总资产和负债

泸州老窖，上市公司为泸州老窖股份有限公司。公司拥有我国建造最早(始建于公元 1573 年)、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池群，1996 年经国务院批准为全国重点文物保护单位，被誉为“中国第一窖”，以其独一无二的社会、经济、历史、文化价值成为世界酿酒史上的奇迹。泸州酒业，始于秦汉，兴于唐宋，盛于明清，发展在新中国，与之一脉相承的泸州老窖集团是响誉海内外的百年老字号名酒企业，是在明清 36 家古老酿酒作坊群的基础上，发展起来的国有大型骨干酿酒集团。泸州老窖源远流长，是中国浓香型白酒的发源地，以众多独特优势在中国酒业独树一帜。“泸州老窖酒传统酿制技艺”作为川酒和我国浓香型白酒的唯一代表，于 2006 年 5 月入选首批“国家级非物质文化遗产名录”，成为行业唯一拥有“双国宝”的企业。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，1915 年获巴拿马太平洋万国博览会金奖，1952 年中国首届评酒会上被国家确定为浓香型白酒的典型代表，是唯一蝉联五届获得“中国名酒”的浓香型白酒。其“泸州”牌注册商标是中国首届十大驰名商标。“国窖牌”商标在 2006 年获得白酒类唯一的国家“驰名商标”。请看表 13-4，泸州老窖的权益报酬率最近几年也有显著提高，这似乎是白酒行业的一个普遍趋势，同时这只股票的资产负债率在持续下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降，可以结合图 13-12 来分析。泸州老窖的净利润率从 2006 年开始突然由一个非常低的水平跃升到两位数，这是一个非常好的信号，可以结合图 13-10 来理解。

表 13-4 泸州老窖的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	29.62	9.87	10.78	38.29	3.05	28.72	39.39	27.97	-8，938.35
2008	55.92	14.78	15.99	33.33	2.49	31.42	36.40	24.86	750.43
2007	122.00	20.43	17.63	26.42	1.94	39.65	28.60	17.22	77.36
2006	N/A	6.54	6.19	16.75	1.60	35.08	14.45	9.33	46.29
2005	66.57	2.06	1.73	3.17	1.14	41.25	3.00	1.74	6.33
2004	62.45	2.21	1.75	3.09	1.13	38.29	2.59	1.58	3.72
2003	93.77	2.74	1.91	3.55	1.10	42.91	2.81	1.58	3.97
2002	39.82	2.92	2.32	2.93	1.11	38.26	2.04	1.24	3.27
2001	22.80	3.91	2.83	7.34	1.00	40.52	5.82	3.40	4.62
2000	27.56	3.47	3.08	17.14	1.04	34.96	12.43	7.99	12.96

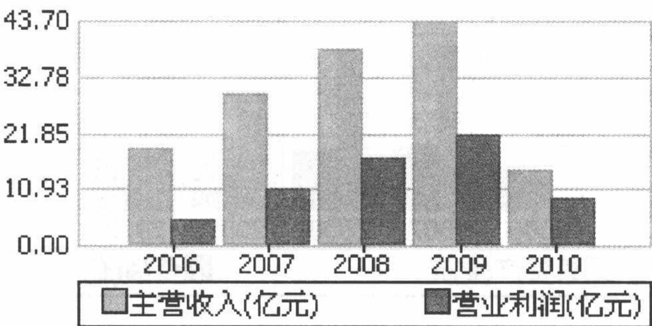


图 13-9 泸州老窖的主营收入和营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

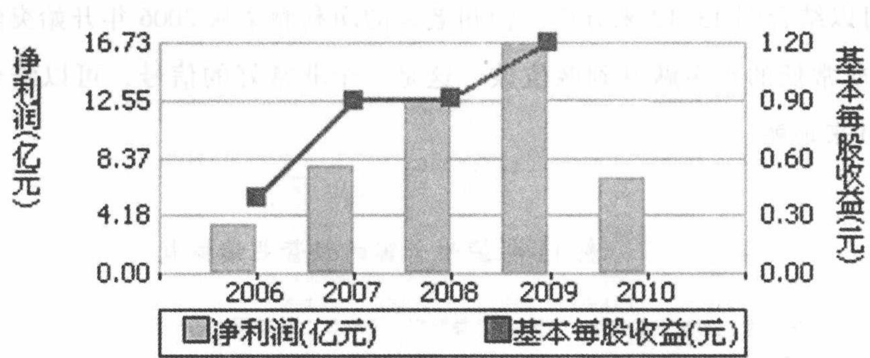


图 13-10 泸州老窖的净利润和每股收益

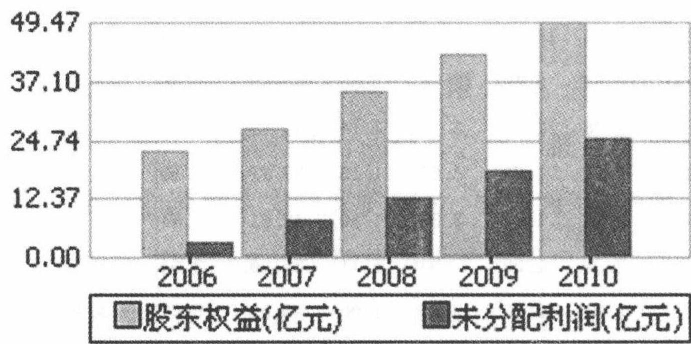


图 13-11 泸州老窖的股东权益和未分配利润

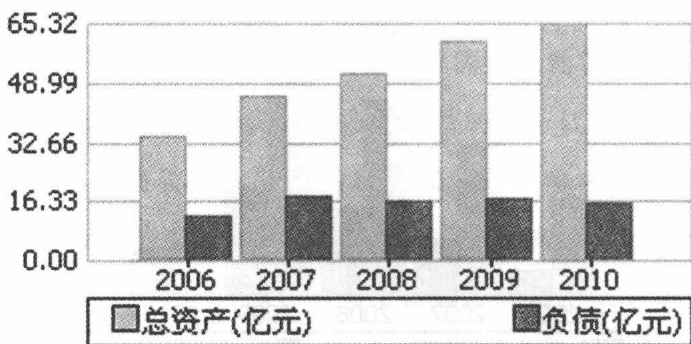


图 13-12 泸州老窖的总资产和负债

张裕 A，上市公司为烟台张裕葡萄酿酒股份有限公司，公司的前身是 1892 年由爱国华侨领袖张弼士投资创办的“张裕酿酒公司”，至今已有 110

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的历史，是我国第一家葡萄酒厂。其产品曾在1915年巴拿马万国博览会上荣获甲等大奖章及最优等奖状。解放后第一届全国评酒会上八个“中国名酒”仅张裕酒厂就占了三个：味美思、红玫瑰葡萄酒和金奖白兰地。该公司的葡萄酒销售占75.42%，白兰地占18.27%。是我国葡萄酒行业龙头企业，具有一百多年的历史，已经成为中国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业，进入世界葡萄酒业前10强。由于葡萄酒行业与气候环境关系密切，这也使得葡萄酒具有地缘垄断特性，张裕这家公司的权益报酬率非常不错，基本维持在两位数，请看表13-5。净利润率也维持在两位数，可以结合图13-14来理解。但是这家公司的负债率在显著上升，这是一个不太好的现象，可以结合图13-16来理解。

表13-5 张裕A的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	32.32	8.37	11.37	26.84	5.76	40.82	37.10	21.02	-48.59
2008	53.93	12.56	15.38	25.91	4.82	35.26	35.17	22.03	-32.46
2007	81.80	14.89	16.01	23.28	4.23	28.82	28.52	19.55	-39.61
2006	48.76	8.44	8.23	18.24	3.82	26.42	19.58	14.03	-25.65
2005	25.93	3.96	3.04	17.31	3.51	19.60	16.89	13.31	-19.47
2004	21.74	2.90	2.10	15.25	3.30	17.95	11.73	9.43	-24.88
2003	22.01	2.64	1.67	13.35	2.97	18.25	9.65	7.75	-20.42
2002	18.27	3.54	2.31	11.98	2.78	18.68	7.58	6.05	-23.26
2001	29.72	4.34	3.03	19.37	2.57	18.33	12.65	10.32	-20.73
2000	47.24	6.30	7.08	14.59	2.37	22.29	10.20	7.91	-71.26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

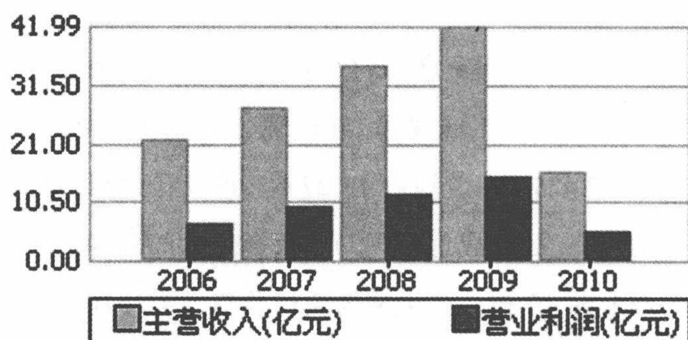


图 13-13 张裕 A 的主营收入和营业利润

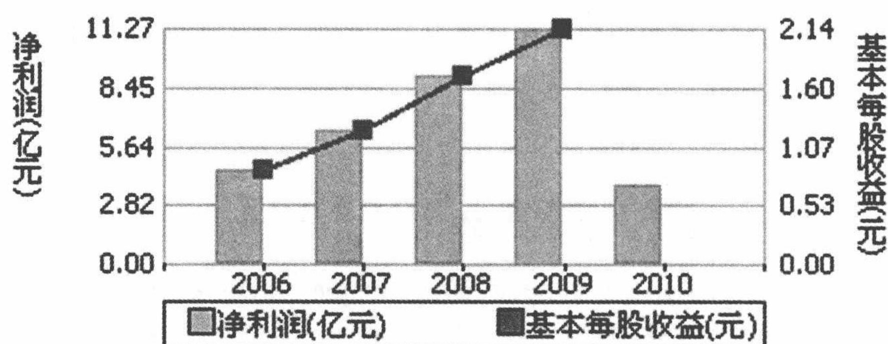


图 13-14 张裕 A 的净利润和每股收益

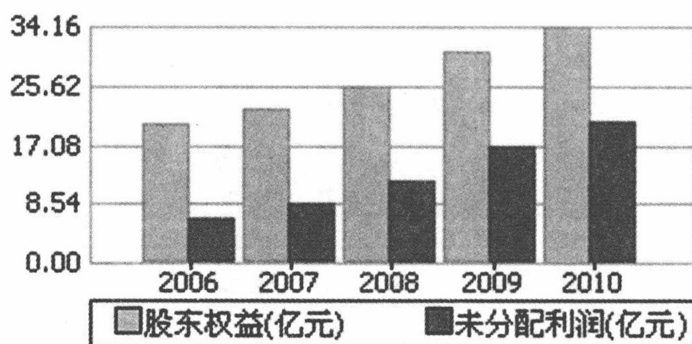


图 13-15 张裕 A 的股东权益和未分配利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

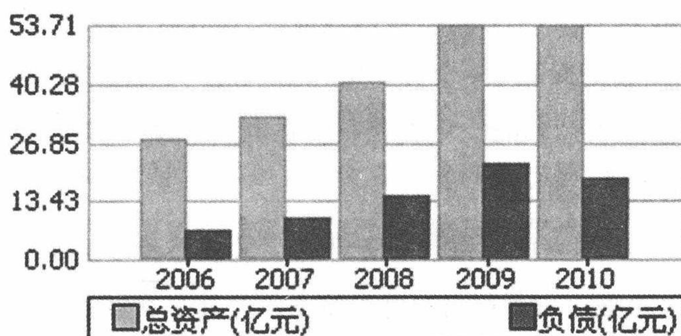


图 13-16 张裕 A 的总资产和负债

银行业分析

银行业在中国金融业中处于主体地位。按照银行的性质和职能划分，中国现阶段的银行可以分为三类：中央银行、商业银行、政策性银行。近年来，中国银行业改革创新取得了显著的成绩，整个银行业发生了历史性变化，在经济社会发展中发挥了重要的支撑和促进作用，有力地支持着中国国民经济又好又快地发展。然而，在股票投资中我们知道，买地产要买大地产，银行要买小银行、买民营和合资的银行，千万不要买 5 大行。

2008 年我国银行业金融机构总资产超过 60 万亿，同比增长超过 18%，不良贷款余额及不良贷款率继续实现双降。截至 2008 年 12 月末，我国银行业金融机构境内本外币资产总额为 62.4 万亿元，比 2007 年增长 18.6%。分机构类型看，国有商业银行资产总额 31.8 万亿元，增长 13.7%；股份制商业银行资产总额 8.8 万亿元，增长 21.6%；城市商业银行资产总额 4.1 万亿元，增长 23.7%；其他类金融机构资产总额 17.6 万亿元，增长 25.8%。2008 年中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国银行业金融机构税后净利润达5834亿元，较2007年增长30.6%。在大规模计提拨备的情况下，银行业金融机构的资本回报率仍高达17.1%，比2007年和2006年分别提高0.4个和2.0个百分点。与饱受金融危机冲击的欧美等国家或地区的银行相比，中国银行业在利润总额、利润增长额和资本回报等方面的表现令人艳羡。

改革开放以来，国有商业银行业务开始交叉并逐步形成了全方位的竞争局面，商业化的驱动和对利润的追逐使竞争尤其是在经济比较发达的地区变得越来越激烈。同国际标准和国外成功的商业银行相比，中国的四大商业银行仍然是幼稚的、低效的，并非真正意义上的商业银行，银行间的竞争也始终未走出各自为战的低层次竞争格局。

未来中国银行业具有巨大的提升盈利能力的潜能，这不仅仅是因为国内银行业存在巨大的市场发展空间，还因为国内银行业整体经营素质的提高潜能较大。

价值投资者在挑选银行股时需要求证该银行是否拥有较高的股东权益回报率和资产回报率，通常而言，符合要求的银行应该具有18%左右的股权回报率，这里我们需要关注比率而不是绝对数额。另外，得到一个较高的股权回报率不能过度依靠少提坏账准备金等方式，如果你看到一家银行的股权回报率高达35%，那么你通常需要看看是不是这家公司的经营过于冒险。较为稳妥的资产收益率应该在1.3%左右。

在考虑了资本收益率之后，我们需要看看其资本的规模如何。强大的资本规模是银行能否赚取利润的一个基础。符合要求的银行应该具有8%~9%的资本充足率，同时股权资产比率越高越好。

接着，我们考察营业费用占净收入的百分比，这个比率最好在55%以下。然后，我们考虑收入情况，主要关注三个指标：净利息利润率、收费收入占总收入的比例和收费收入的增长率。净利息利润率最好是能够在相同类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型的银行间比较,因为不同类型的银行存在不同的比率范围,不同类型的银行之间比较该比率是没有用处的。另外要看下一家银行上述三个指标的历史表现。

最后,看看这些考察对象的市净率如何。银行的价值基本上就是在账面资产基础上给出的,通常加上了投资者对未来的预期。如果一家银行能够以账面价值的 2 倍以下进行交易,同时这家银行经营稳健,则这是一个很好的投资对象。对于那些市净率特别高的银行,需要特别谨慎地对待。要想找到那些市净率低的优质银行,在银行股普遍不被看好的时候是最佳的时机。

对于银行股我们还要给出如下建议。第一,经营好的银行应该在任何环境下都体现出稳定的净利润增长;第二,经营好的银行应当使用期限结构相同的存款来发放贷款,比如长期存款做长期贷款,避免期限错配带来的严重后果。东南亚金融危机就与存贷款的期限错配有关。林奇非常喜欢银行股,投资了诸如大众储蓄银行、劳伦斯储蓄银行等银行股,而格雷厄姆和巴菲特则对保险公司情有独钟,索罗斯则是从银行股上发迹。A 股上市银行股不少,但并不是每家上市银行都值得投资,请看表 13-6,这是在 A 股上市的部分银行股,大家应该抽时间对每一家上市银行股进行考察,毕竟银行股也是容易诞生价值投资股的版块。

表 13-6 A 股上市部分银行股

股票代码	公司简称	总收入(百万元)	净利润(百万元)	09EPS	10EPSe
000001	深发展	15，114.44	5，030.73	1.62	1.88
002142	宁波银行	4，175.51	1，457.45	0.58	0.74
600000	浦发银行	36，823.93	13，216.58	1.50	1.74
600016	民生银行	42，060.00	12，104.00	0.54	0.62
601166	兴业银行	31，679.05	13，281.94	2.66	2.52

下面,我们推荐几只银行股票。第一只是民生银行,这只银行的主要财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务情况请参考表 13-7，可以看到这只股票的权益报酬率最近 9 年都稳定在 12%以上，这是一个非常不错的信号。而这只股票的市净率目前正处于一个较低的位置，大家可以打开股票软件看看这只股票目前的状况。由于这家上市公司还处于极速的扩展阶段，所以成长性投资潜力很大，这家上市公司的详细财务状况可以参考图 13-17 到图 13-20。

表 13-7 民生银行的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)
2009	15.88	3.58	2.32	28.78	3.95	93.77	13.75	0.85
2008	15.48	3.88	1.95	22.52	2.86	94.81	14.63	0.75
2007	40.89	8.80	7.96	25.04	3.47	94.54	12.62	0.69
2006	17.83	1.72	3.10	21.54	1.23	97.34	19.46	0.52
2005	10.15	1.15	1.60	20.84	0.98	97.24	17.38	0.48
2004	15.67	1.81	2.26	11.35	0.96	97.10	15.79	0.46

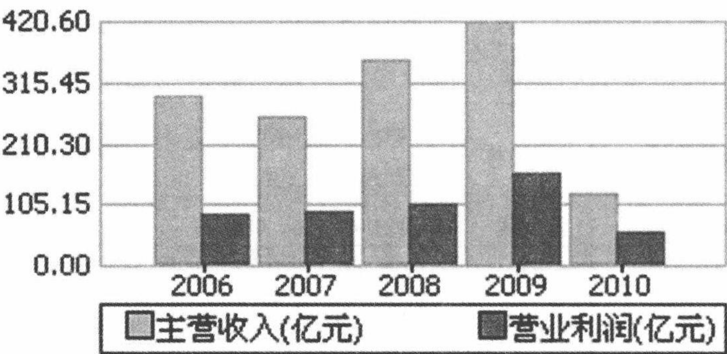


图 13-17 民生银行的主营收入和营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

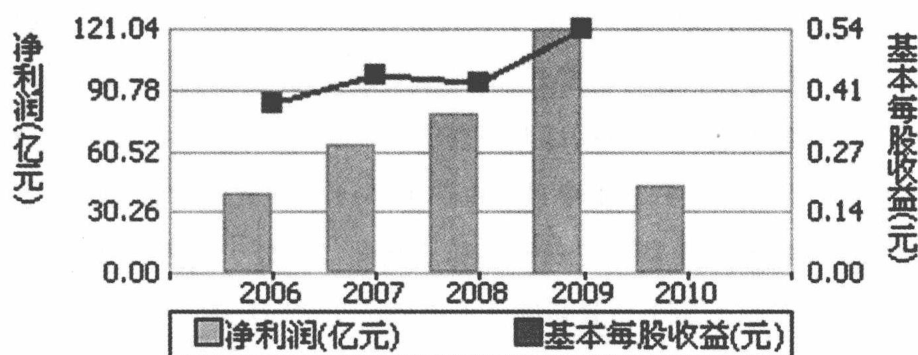


图 13-18 民生银行的净利润和每股收益

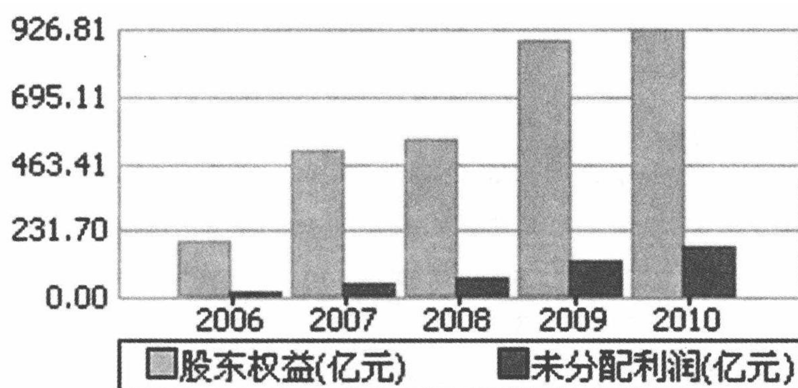


图 13-19 民生银行的股东权益和未分配利润

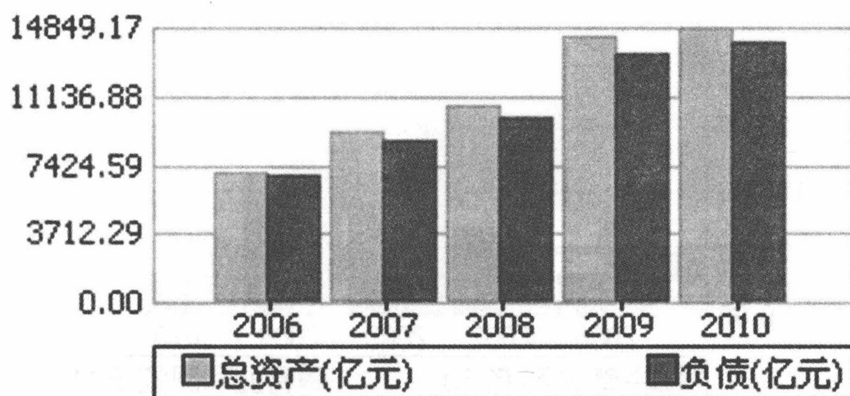


图 13-20 民生银行的总资产和负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴业银行属于我们最为看好的银行股，这只股票最近10年的股权报酬率比民生银行和招商银行都要好，而且这家公司的成长性也很强。这家上市公司对投资者权益非常重视，因此被授予了一些业界荣誉。请看表13-8，可以看到这家公司的股权报酬率最低也在17.51%，这比招商银行强很多了。同时，兴业银行的净利润也是逐年稳步增加。另外，参考图13-21到图13-24可以发现，这家上市公司的财务趋势是非常向好的，因此我们大力推荐逢低买入这只股票。

表13-8 兴业银行的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)
2009	13.51	5.18	3.14	41.93	11.92	95.53	22.29	1.00
2008	16.21	6.31	3.58	38.31	9.80	95.20	23.22	1.12
2007	43.37	12.06	10.17	38.93	7.78	95.43	22.07	1.01
2006	N/A	N/A	N/A	27.80	4.05	97.38	23.45	0.62
2005	N/A	N/A	N/A	25.83	2.56	97.31	19.28	0.52
2004	N/A	N/A	N/A	23.58	2.02	97.03	17.51	0.52
2003	N/A	N/A	N/A	25.51	1.21	97.66	23.64	0.55
2002	N/A	N/A	N/A	15.32	1.00	97.36	19.75	0.52

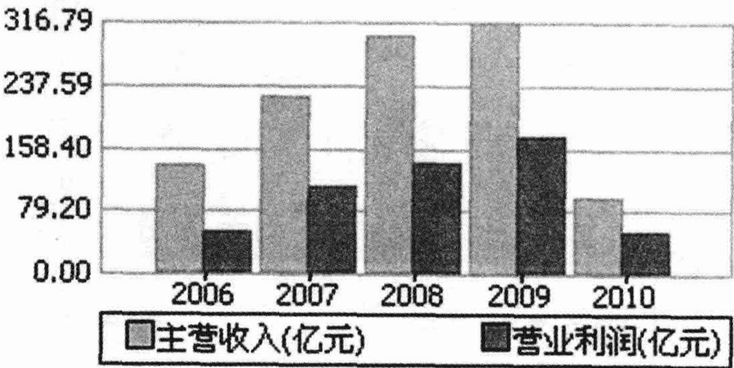


图13-21 兴业银行的主营收入和营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

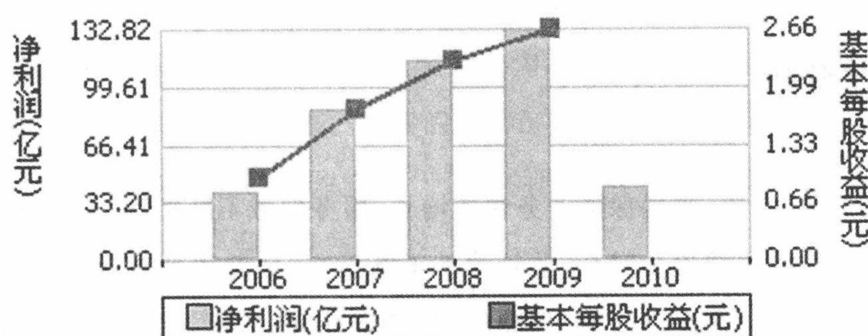


图 13-22 兴业银行的净利润和每股收益

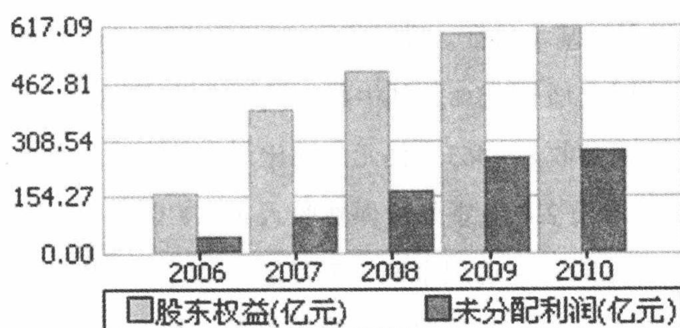


图 13-23 兴业银行的股东权益和未分配利润

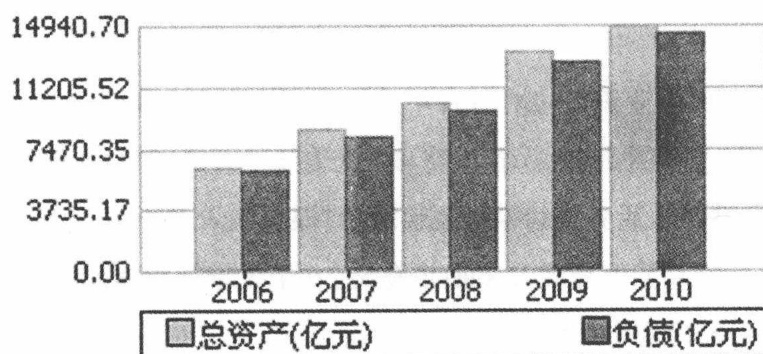


图 13-24 兴业银行的总资产和负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险业分析

改革开放30年,中国保险业务快速增长,服务领域不断拓宽,市场体系日益完善,法律法规逐步健全,监管水平不断提高,风险得到有效防范,整体实力明显增强,在促进改革、保障经济、稳定社会、造福人民等方面发挥了积极作用。

2007年,保险市场运行保持了良好势头,呈现出增长较快、运行稳定、结构优化、质量提高的基本特征。2007年中国保险业全行业总计实现保费收入7035.8亿元,同比增长25%。其中财产险保费收入1997.7亿元,同比增长32.6%;寿险保费收入4463.8亿元,同比增长24.5%;健康险保费收入384.2亿元,同比增长2.4%;意外险保费收入190.1亿元,同比增长17.4%。截至2007年底,保险资金运用余额2.7万亿元,资金运用收益超过前五年的总和,达到2791.7亿元,投资收益率为历史最好水平。

2008年截至11月底,全国实现保费收入9150.5亿元,同比增长42%。其中,财产险保费收入2159.1亿元,增长17.5%;人身险保费收入6991.4亿元,增长51.8%。

2009年,保险业积极应对各种严峻挑战,战胜种种困难,各方面工作取得显著成绩。全年保费收入首次突破1万亿元,达到11137.3亿元,同比增长13.8%。财产险业务继续保持较快增长,保费收入2875.8亿元,同比增长23.1%。人身险业务保费收入8261.5亿元,在上年增速较高的基础上同比增长10.9%。全年赔付3125.5亿元。

中国保险市场具有广阔的发展前景和潜力。2010年,中国经济增长的内在动力依然较强,经济仍具备实现平稳快速增长的有利条件,这为我国保险业的发展奠定了坚实的基础。2010年财产保险市场将可能继续保持较快增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，其重要原因在于车险市场的增长潜力。寿险业务的增长趋势很大程度上取决于银行保险的增长情况，如果 2010 年银行保险业务继续调整，寿险业务的总体增长将继续趋缓。A 股的上市保险股请参考表 13-9，从行业上讲保险业是永久兴旺的行业，但由于体制的原因，我们仅看好中国平安，深圳私募的口号是可以拿 100 年。

表 13-9 A 股上市保险股

股票代码	公司简称	总收入（百万元）	净利润（百万元）	09EPS	10EPSe
601318	中国平安	147，835.00	13，883.00	1.89	2.07

环保行业分析

进入 21 世纪，全球环保产业开始进入快速发展阶段，逐渐成为支撑产业经济效益增长的重要力量，发展环保产业正成为许多国家革新和调整产业结构的重要目标和关键。美国、日本和欧盟的环保产业成为全球环保市场的主要力量。

随着中国经济的持续快速发展，城市化、工业化进程不断加快，环境污染日益严重，国家对环保的重视程度也越来越高。“十五”期间，由于国家加大了环保基础设施的建设投资，有力拉动了市场需求，环保产业总体规模迅速扩大，产业领域不断拓展，产业结构逐步调整，产业水平明显提升。

在发展循环经济的要求下，从 2007 年开始，环保支出科目被正式纳入国家财政预算，政府对环保工作提出了新思路、新对策。受益于此，中国环保行业继续高速增长，且增速进一步提高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年，我国各项环境保护工作都取得了新的进展。与2005年相比，2008年全国化学耗氧量和二氧化硫排放量分别下降6.61%和8.95%，不仅继续保持了双下降的良好态势，而且首次实现了任务完成进度赶上时间进度。2008年下半年，受美国金融危机影响，中国为扩大内需，积极推进基础设施建设，对环保产业的投资力度也进一步加大。

2009年全国化学需氧量和二氧化硫排放总量分别为1277.5万吨和2214.4万吨，较2008年下降3.27%和4.60%。污水处理、垃圾发电、烟气脱硫等环保细分市场蓬勃发展，环保产品和服务的需求进一步扩大。

中国环保产业处于快速发展阶段，总体规模相对还很小，其边界和内涵仍在不断延伸和丰富。随着中国社会经济的发展和产业结构的调整，中国环保产业对国民经济的直接贡献将由小变大，逐渐成为改善经济运行质量、促进经济增长、提高经济技术档次的产业。产业内涵扩展的方向将主要集中在洁净技术、洁净产品、环境服务等方面，中国环保产业的概念也将演变为“环境产业”或“绿色产业”。

“十一五”期间，中国环保产业可望保持年均15%~17%的增长速度，环保投资的重点领域主要包括水环境、大气环境、固体废物、生态环境、核安全及辐射环境保护建设以及环境能力建设。2010年环保产业的年收入总值将达8800~10000亿元左右，其中资源综合利用产值6600亿元，环保装备产值1200亿元，环境服务产值1000亿元。下面我们推荐几只成长潜力较大的环保股票。碧水源、万邦达作为创业板上市的两家水务类公司，总市值分别为175亿和95亿，一家做城市污水处理，另一家做工业废水处理。通常一个行业同时出现多个大市值公司并存的现象，说明这个行业空间大，并且行业垄断不明显。而对于其中的龙头公司来讲，由于其经营模式的可复制性及一定的进入壁垒，未来行业集中度逐步提高是必然趋势。

基于碧水源在我国MBR应用领域的领军地位，以及优秀的盈利模式加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上资源关系和政策支持，保守测算其未来 3 年 80%的业绩复合增速是有保证的。公司产品竞争优势明显。公司为国内采用 MBR 技术进行市政污水处理的先驱，占据国内 MBR 市场 60%的份额。相比国内外同行在技术、业绩和品牌、价格上竞争优势显著。

另外还有桑德环境，桑德环境主要从事市政给水及污水处理项目投资运营、垃圾处理及回收利用相关配套设施设计和建设等。其中，市政施工占主营收入的 65.67%，环保设备安装及咨询收入占 16.87%。公司是我国固废行业龙头，是 A 股唯一的固废工程建设领域的上市公司，同时也是环保行业的领先企业。请看表 13-10，这家上市公司的权益报酬率最近几年随着政策环境的变化，都在两位数以上。经营绩效比起 2000 年左右有了极大的提高。从图 13-25 和图 13-26 我们可以发现这家上市公司的营业利润和营业收入是同步稳定增长的，这是一个极好的信号。另外，图 13-27 和图 13-28 显示股东权益和总资产在稳步增长。

表 13-10 桑德环境的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	44.18	9.40	5.01	21.29	2.62	55.09	13.45	5.51	5.92
2008	37.95	5.21	7.70	21.28	2.37	56.85	11.35	4.48	5.25
2007	62.88	12.98	8.64	24.72	1.19	66.48	20.29	5.63	10.12
2006	38.11	8.25	3.60	20.65	0.96	56.61	13.74	3.58	9.22
2005	21.51	6.63	2.09	21.63	0.83	42.76	9.43	5.00	12.03
2004	37.17	38.34	4.19	30.84	0.74	29.05	9.73	6.39	8.44
2003	N/A	30.23	7.44	103.25	0.67	32.25	11.29	7.19	8.08
2002	N/A	15.54	6.41	-210.00	0.55	46.05	-51.73	-27.91	-6.26
2001	N/A	17.25	7.77	-50.36	0.83	45.42	-20.76	-11.33	-14.91
2000	56.75	4.83	3.90	-21.14	1.00	37.57	-9.52	-5.94	-4.22

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

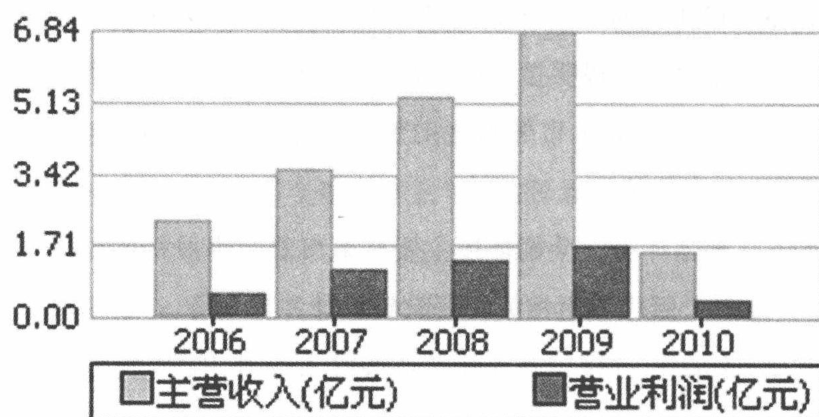


图 13-25 桑德环境的主营收入和营业利润

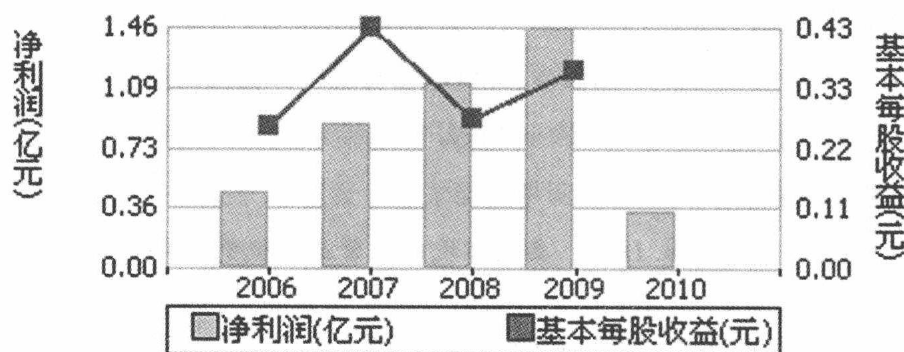


图 13-26 桑德环境的净利润和每股收益

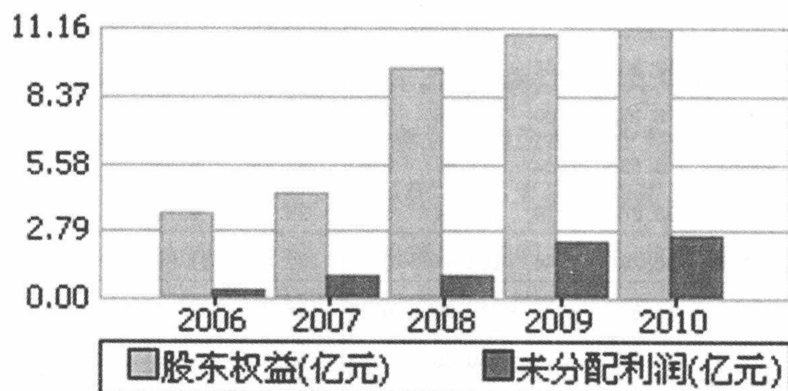


图 13-27 桑德环境的股东权益和未分配利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

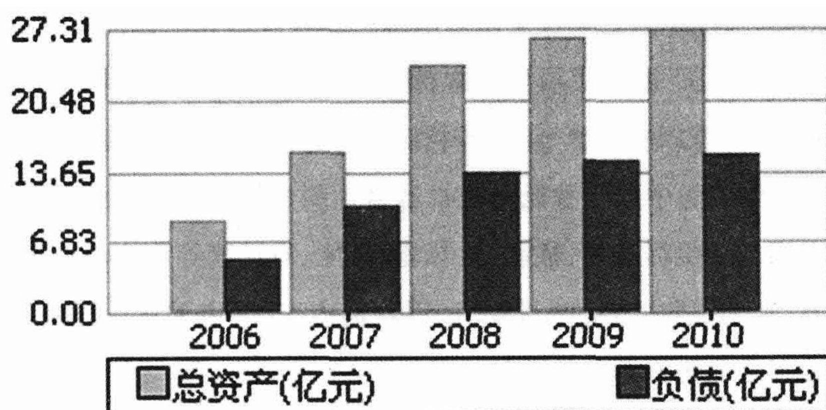


图 13-28 桑德环境的总资产和负债

新能源行业分析

新能源又称非常规能源，是指传统能源之外的各种能源形式，包括太阳能、风能、生物质能、核能、地热能、氢能、海洋能等。随着传统能源日益紧缺，新能源的开发与利用得到世界各国的广泛关注，越来越多的国家采取鼓励新能源发展的政策和措施，新能源的生产规模和使用范围正在不断扩大。2012 年《京都议定书》到期后新的温室气体减排机制将进一步促进绿色经济以及可持续发展模式的全面进行，新能源将迎来一个发展的黄金年代。

当前，中国的能源与环境问题严重，新能源开发利用受到越来越高的关注。新能源一方面作为传统能源的补充，另一方面可有效降低环境污染。我国可再生能源和新能源开发利用虽然起步较晚，但近年来也以年均超过 25%的速度增长。自 2006 年《可再生能源法》正式生效后，政府陆续出台了一系列与之配套的行政法规和规章来推动新能源的发展，中国新能源行业进入发展的快车道。

中国在新能源和可再生能源的开发利用方面已取得了显著进展，技术水平有了很大提高，产业已初具规模。到 2008 年底，我国新能源占能源生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总量比重超过9%。2007年，我国太阳能产业规模已位居世界第一，是全球太阳能热水器生产量和使用量最大的国家和重要的太阳能光伏电池生产国，2008年我国的太阳能产业在不利经济形势下仍保持了30%的高增长。截止到2009年底，中国累计风电装机容量达到2580万千瓦，风力发电能力排名世界第二。生物质能、核能、地热能、氢能、海洋能等新能源近年来也得到较大发展。为适应节能减排要求，混合动力车、纯电动汽车、燃料电车等新能源汽车已成为汽车业的重要发展方向。

全球金融危机影响下，中国宏观经济发展增速趋缓，国内能源市场发展受到一定冲击，却给新能源产业发展带来契机。政府抓住结构调整时机，着力优化能源产业结构，大力发展新能源及可再生能源。良好的发展前景使中国新能源行业受到大型能源集团、民营企业、国际资本、风险投资等诸多投资者的广泛关注。我们在这个行业中重点推荐一只股票——新宙邦。

新宙邦公司是国内生产铝电解电容器化学品的龙头企业，市场占有率高达30%，锂离子电池电解液市场占有率行业排名前3，同时也是国内唯一能够产业化生产固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液的企业。电子化学品行业是技术密集型行业，公司拥有强大的研发能力。通过自行研发，公司掌握了铝电解电容器电解液和超级电容器电解液中最为核心的电解质生产技术，行业内技术领先优势明显。公司是典型的技术服务型公司，与下游客户保持较为紧密的合作关系。凭借强大的管理能力和研发实力，公司能够根据客户需求，提供面向客户的一整套电子化学品解决方案。较高的技术研发和应用能力，使得公司避免在低端产品市场的恶性竞争。产品梯队构成合理，为公司高速发展提供持续驱动力。国内电子化学品迎来快速发展。行业转暖及产能转移背景之下，电子相关原材料生产本土化的要求日益强烈，国内电子化学品有望迎来快速发展。新宙邦在季铵盐合成等电子化学品核心环节实现了技术突破，产品成本优势明显，并获得了主流厂商的认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可。公司未来6年业绩有望保持每年30%左右稳定增长，爆发性增长来自于电动汽车的推广。

预计未来3年内公司四大产品系列直接下游的电容器产品均有望保持20%左右的增幅，其中锂电池或受益于新能源动力汽车的井喷，成为公司的主要盈利点。

公司的竞争优势主要在于较高的市场占有率和领先的技术水平，目前公司在国内及日本申请且已受理的发明专利共有14项，除一项以外均系自主研发。公司自主研发取得的具有先进性的重要非专利技术共18项。

需要提示的风险在于，下游领域可能出现更新换代或者产生替代品，核心技术和专业人才流失可能导致竞争优势减弱，并且国际化竞争可能降低公司的毛利率。

传媒与新媒体行业分析

电视媒体是中国覆盖最广泛的媒体，自1958年5月1日北京电视台（中央电视台前身）成立以来，电视作为新型电子技术传播媒体，在中国得以迅速发展，尤其是改革开放30年来，在广电部“四级办广播、四级办电视、四级混合覆盖”的方针指导下，目前我国已经形成覆盖广阔的中央、省、市、县四级广播电视体系与网络，电视台网由小到大，由弱到强，节目种类日益繁多，节目质量不断提高。2009年全国共有电台272座，广播电视台2087座，教育台44座，开办了3985套开路播出的广播电视节目，其中电视节目1310套，付费电视139套，有线电视网络400多万公里。

电视媒体机构的运行主要包括电视节目制作播出、广告资源的经营。近年来，电视广告收入依然是各地电视台的主要经济来源，并在其全部经营收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入中所占比重达到了90%以上。2008年中国三大传统媒介(电视、报纸、杂志)的广告市场收益总额为5203亿元,其中电视占广告投放总量的比重高达83%。随着消费市场的日益繁荣和电视媒体节目创新的发展，电视广告市场竞争也愈发加剧,未来电视广告的投放将更加向部分强势媒体集中。

我国电视媒体随着社会的发展与时俱进,从政治化走向平民化;从新闻报道转为新闻解读与深度分析;进行差异化的电视媒体定位成为新的趋势,如浙江卫视和广东卫视的“财富”定位;安徽卫视的“电视剧”定位;江苏卫视的“情感”定位;广西卫视的“女性”定位;湖南卫视的“娱乐”定位、东方卫视的“体育”定位等等;同时符合各地方特色的活动营销逐渐被我国各级电视媒体所重视和应用。

在网络化时代,随着各种新媒体的产生,电视媒体正面临前所未有的激烈竞争,内容建设单脚跳的时代已然成为过去。网络电视台应运而生,它是传统电视网络化和网络电视化的必然结果，它将对传统电视形态和网络形态的格局带来根本性的改变，并加速传统电视媒体与网络新媒体的交互融合。但是,在相当长的时间内,电视媒体绝对是主流媒体之一,它的龙头地位不可动摇。现在电视媒体要做的就是扬长避短,了解并整合网络的优势,根据网络传播的特点,改变自身传统的传播模式,加快自身的发展步伐。电视媒体在网络时代必将有一番新的作为。

网络电视(IPTV)也叫交互式网络电视,是利用宽带网的基础设施,以家用电视机(或计算机)作为主要终端设备,集互联网、多媒体、通信等多种技术于一体,通过互联网络协议(IP)向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式数字媒体服务的崭新技术。

全球网络电视的产业链已经日渐成熟,电信运营商、设备终端商、软件商等产业链条上的各方力量正在全力推进IPTV的市场化进程。与全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IPTV 快速发展大趋势一样，目前中国华东地区 IPTV 已经基本上形成产业规模，尤其上海、江苏、浙江等地，已经基本形成比较完整的产业链。初步整合了内容和服务集成商、网络和终端设备供应商和网络运营商为一体的产业链。

随着国内运营商 IPTV 试商用的地区与规模逐渐扩大以及广大消费者对 IPTV 的认知程度不断提高，在用户规模总量偏小的基础上，我国 IPTV 保持了稳定快速增长态势，IPTV 用户总数已经从 2003 年的 1.8 万、2004 年的 4.6 万增长到 2008 年的 236.4 万。

2009 年中国掀起三网融合的热潮，IPTV 用户大幅增长，截至 2009 年 12 月底，中国(除香港、台湾外)IPTV 用户数达到 470 万。中国电信的 IPTV 用户 2009 年达到 362 万，其中上海以 101 万居首，江苏 78 万、广东 71 万位居二、三席。

在 IPTV 产业发展中，增值业务将是 IPTV 的重要组成和未来发展重心。但从这几年的发展来看，增值业务还有较长的路要走。还有很多问题需要在发展中不断调整。现阶段 IPTV 上的增值业务体验仍属于初级阶段，无论在用户体验和应用效果上还有很大的提升空间。展望未来，随着 IPTV 市场政策环境逐渐宽松，IPTV 商业模式的深入探索和技术标准的逐步完善，中国将成为亚太地区最具潜力的 IPTV 市场。

网络游戏产业是一个新兴的朝阳产业，经历了 20 世纪末的初期形成阶段，及近几年的快速发展，现在中国的网络游戏产业处在成长期并快速走向成熟期。网络游戏产业之所以可以打破原来中国整个网络经济的平衡，主要缘于 20 世纪末中国网络经济泡沫破灭整个网络经济大受打击的时候，网络游戏却异军突起成为整个网络经济发展的领头羊，得到迅猛的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年中国网络游戏市场规模为207.8亿元，同比增长52.2%，相比2006年60%和2007年77.7%的市场增长率,2008年市场增长趋于平缓。2009年,中国网游市场继续保持了较好的运行态势,市场规模保持了较为稳定的增长,产品类型不断丰富,海外出口增速加快,市场竞争较为激烈。

从市场规模来看,2009年中国网络游戏市场规模(仅包括面向玩家的游戏运营收入,不包括海外出口收入和通过其他盈利模式获得收入)为258亿元人民币,同比增长39.5%。其中,国产网络游戏市场规模达到157.8亿元人民币,同比增长41.9%,占总体市场规模的61.2%。

从海外出口来看,2009年中国网络游戏海外出口收入达到1.06亿美元,较2008年增长47.2%,而2008年海外出口收入同比增速仅为30.9%。当前我国自主研发网络游戏出口以MMORPG为主,高级休闲游戏较少。截止到2009年年底,已经有51款国产大型网络游戏产品输出到亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲五个大洲,遍及美国、英国、法国、德国、意大利、沙特阿拉伯、巴西、韩国、日本、泰国、新加坡、越南、菲律宾、俄罗斯、中国台湾、中国香港等近50个国家和地区。

网络游戏海外出口规模将面临较大发展机会。当前,电子游戏的网络化是全球性的大趋势。不管是PC游戏还是电视机游戏,不管是在欧洲、北美,还是亚洲太平洋地区,网络游戏都是一个重要的潮流。中国网游将借机扩大海外领地,但目前看最大掘金点仍在亚洲。A股主要上市的传媒股请参考表13-11,我们重点推荐两只股票:奥飞动漫和博瑞传播。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13-11 A 股上市传媒股

股票代码	公司简称	总收入（百万元）	净利润（百万元）	09EPS	10EPSe
000504	*ST 传媒	178.31	-134.66	-0.43	
000693	S*ST 聚友	58.06	-66.92	-0.35	
000793	华闻传媒	2，530.73	164.19	0.12	0.13
000917	电广传媒	4，174.98	29.42	0.07	0.31
002238	天威视讯	752.84	78.19	0.29	0.35
002292	奥飞动漫	590.83	101.65	0.40	0.55
002400	省广股份	2，050.24	53.30	0.65	0.87
300027	华谊兄弟	604.14	84.55	0.25	0.47
300028	金亚科技	189.75	43.89	0.25	0.33
600037	歌华有线	1，516.00	330.08	0.31	0.33
600088	中视传媒	1，352.74	114.50	0.48	0.45
600386	北巴传媒	1，439.36	117.78	0.29	0.49
600551	时代出版	1，752.35	225.19	0.58	0.67
600825	新华传媒	2，277.50	232.99	0.27	0.30
600831	广电网络	949.92	78.11	0.14	0.16
600880	博瑞传播	922.51	262.91	0.44	0.57
601801	皖新传媒	2，544.68	276.47	0.30	0.33
601999	出版传媒	1，291.93	129.33	0.23	0.26

奥飞动漫公司主要从事动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售。伴随着公司动漫玩具的销售收入和比重逐年上升，以及管理的动漫形象的逐年增加，公司在动漫玩具的市场地位不断巩固，目前已成为国内最大的动漫玩具企业。2007 年 4 月，公司被国家知识产权局认定为全国企事业知识产权示范创建单位（全国 70 家），是玩具行业里唯一一家。请看表 13-12，这家公司上市不久，成长速度不稳定，所以单就市场前景来看还不错，是否值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入还需要观察两年以上。

表 13-12　奥飞动漫的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	108.78	15.72	31.75	17.20	4.66	6.35	8.52	7.94	34.29
2008	N/A	N/A	N/A	14.45	0.87	47.30	29.18	14.99	6.20
2007	N/A	N/A	N/A	25.89	0.97	43.82	51.83	28.43	25.60
2006	N/A	N/A	N/A	9.25	0.55	55.02	17.83	8.02	10.55

博瑞传播主要从事信息传播服务、报刊发行投递、高科技产品开发、国内贸易、高低压电器开关制造及销售和环保系列产品的研制生产。其中，印刷相关业务占 50.26%，广告业务占 29.39%，发行及投递业务占 13.92%。作为国内最早实现买壳上市的传媒上市公司，经过 10 余年发展，公司已是业界公认的西南地区代理规模最大、综合实力最强的资源型广告公司。请看表 13-13，这家上市公司的权益报酬率稳定在 12%以上，同时资产负债率较低，净利润率维持在两位数。将图 13-29 和图 13-30 结合起来看，可以发现主营收入和净利润同步增长，该股的股权和总资产也在稳步增长，这个可以从图 13-31 和图 13-32 看出来。

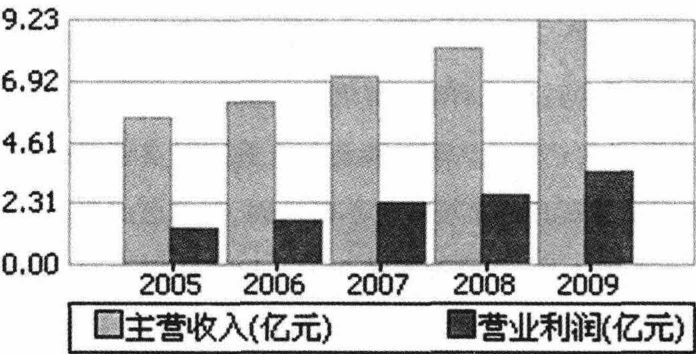


图 13-29　博瑞传播的主营收入和营业利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13-13 博瑞传播的经营业绩概览

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	36.66	8.68	6.90	28.50	2.17	34.13	20.21	12.63	-138.06
2008	37.72	7.22	5.64	23.69	1.73	23.40	18.82	13.77	-40.76
2007	86.11	7.72	10.80	19.13	1.56	31.11	14.95	9.79	49.02
2006	28.31	3.93	4.82	8.97	0.83	41.82	12.54	6.77	22.62
2005	19.91	3.16	3.69	13.86	0.85	39.29	17.02	9.70	19.70
2004	24.18	3.84	4.23	15.86	0.71	46.77	18.54	9.02	26.35
2003	25.65	4.62	4.53	15.87	0.60	37.79	17.51	9.79	43.57
2002	48.93	5.21	6.46	18.03	0.52	28.75	17.65	11.65	84.83
2001	86.29	9.77	10.61	10.65	0.43	36.58	13.20	7.91	9.05
2000	74.50	11.74	9.75	11.33	0.39	47.19	12.29	6.42	8.68

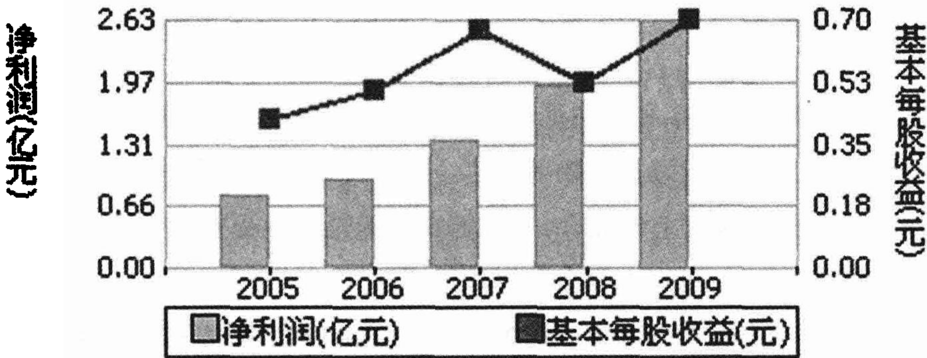


图 13-30 博瑞传播的净利润和每股收益

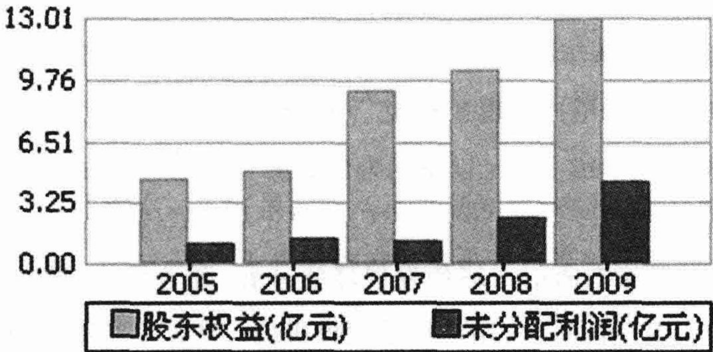


图 13-31 博瑞传播的股东权益和未分配利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

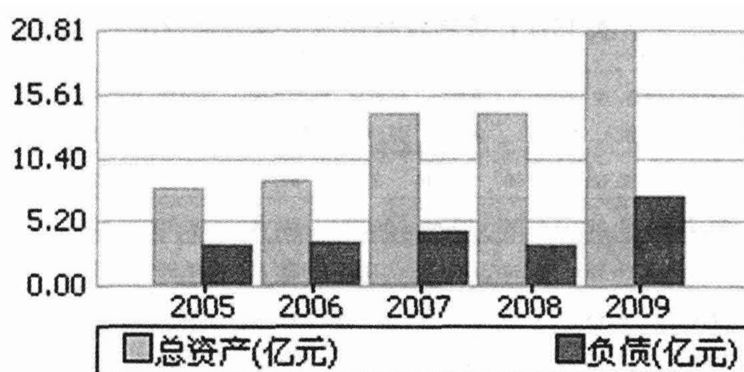


图 13-32 博瑞传播的总资产和负债

通信行业分析

这里主要针对 3G 和及时通讯两项新兴行业。3G，全称为 3rd Generation，中文含义就是指第三代数字通信。第三代与前两代的主要区别是在传输声音和数据时速度上的提升，它能够在全球范围内更好地实现无缝漫游，并处理图像、音乐、视频流等多种媒体形式。

全球 3G 近年来快速成长，从 2002 年到 2009 年，全球 3G 运营已经逐步从最初的惨淡经营转为现在的加速发展。截至 2009 年 10 月，全球 86 个国家和地区发放了超过 250 张有效的 3G 牌照，主流为 WCDMA 网络。2008 年下半年开始至 2009 年，全球 3G 用户开始呈现出蓬勃发展的趋势，截止 2009 年底，全球 3G 用户已超 8.85 亿，年增长率达 29%，全球超过 80%的运营商目前都在提供 3G 服务。以中国为代表的亚太地区成为 2009 年全球 3G 增长的亮点。

从发达国家移动通信市场的发展经验来看，随着网络、业务、终端等的逐渐成熟，2G 用户转向 3G 用户将是大势所趋。从这个角度来说，依托于巨大的 2G 移动通信市场的我国 3G 市场，发展潜力毫无疑问是巨大的。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说2009年是3G建设年，那么2010年将是3G优化年，我国3G网络已具备了大规模发展用户的条件，2010年3G用户数将实现低基数下的高增长。估计2~3年后，3G用户发展将进入高峰期，预计5年内将有一半的移动用户成为3G用户。中国的3G蛋糕非常之大，发展前景广阔，中国3G发展也将极大地推动全球3G的发展。

即时通讯（或即时通信，简称为IM）是指能够即时发送和接收互联网消息等的业务。自1998年面世以来，在近几年迅速发展，即时通讯的功能日益丰富，逐渐集成了电子邮件、博客、音乐、电视、游戏和搜索等多种功能。即时通讯不再是一个单纯的聊天工具，它已发展成集交流、资讯、娱乐、搜索、电子商务、办公协作和企业客户服务等为一体的综合化信息平台。

目前人们熟知的，既有腾讯QQ、微软MSN等综合类即时通信工具，也有网易泡泡、新浪UC、百度Hi、阿里旺旺、淘宝旺旺、盛大圈圈等垂直即时通信工具，还包括中国移动飞信、中国电信天翼Live、Skype等跨平台、跨网络即时通信工具。截至2009年底，我国即时通讯用户规模突破2.77亿，同比增长23.7%，其中手机即时通讯用户占总体用户的1/3，规模达9141万。

近年来，我国移动IM市场迅速爆发，在以中国移动为首的运营商势力强势带动下，2007年我国移动IM市场规模达到13.7亿元，同比增长92.9%。2008年，中国移动即时通信市场获得了高速发展，我国移动IM市场规模超过36亿元，而其活跃用户达到1600万人次，比2007年同期增长70%左右，其中移动QQ、飞信、移动MSN用户数量分别排在前三位。

目前国内即时通讯行业收入主要来源于两部分，一部分是广告收入，另一部分是用户付费收入，其中用户付费收入包括购买无线增值、语音服务、在线游戏和其他互联网增值产品服务产生的收入（主要包括虚拟物品的出售等收入）。

即时通讯工具作为未来跨越互联网与移动互联网的业务，其发展的潜力是十分巨大的。同时，其商业模式的发展将是未来要关注的焦点。免费与收费相结合的发展策略将是IM的主要发展模式，而IM则是未来互联网行业快速发展的领域，所以这个行业在未来几年可能出现大牛股。A股主要上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的通信公司请参考表 13-14，大家可以考察下这些上市公司的经营绩效，记住，一定要看尽可能长的经营历史。在众多的通信和电子类股票中，我们推荐汉王科技和国民技术。

表 13-14 A 股上市通信股

股票代码	公司简称	总收入（百万元）	净利润（百万元）	09EPS	10EPSe
000602	金马集团	478.64	-9.94	-0.07	0.56
000805	*ST 炎黄	N/A	-16.67	-0.26	
000839	国安 GAC1	1,968.25	611.75	0.39	0.35
000948	南天信息	1,811.70	75.90	0.36	0.48
002090	金智科技	449.88	50.25	0.25	0.26
002093	国脉科技	658.27	93.13	0.23	0.34
002268	卫士通	269.36	35.65	0.27	0.36
002316	键桥通讯	172.83	42.48	0.27	0.42
002339	积成电子	302.58	44.08	0.51	0.77
002368	太极股份	1,680.22	61.50	0.62	0.92
002405	四维图新	428.06	136.18	0.34	0.45
002421	达实智能	314.65	29.09	0.37	0.53
002439	启明星辰	304.10	51.87	0.70	0.84
300025	华星创业	155.62	26.37	0.33	0.50
300074	华平股份	101.67	43.89	1.10	1.45
600403	欣网视讯	323.13	21.90	0.17	1.39
600410	华胜天成	3,354.37	188.64	0.37	0.50
600804	鹏博士	1,624.93	209.49	0.18	0.28
002095	生意宝	134.46	41.00	0.30	0.47
002315	焦点科技	229.95	91.08	0.78	1.23
002362	汉王科技	581.57	85.60	0.80	1.34
300051	三五互联	127.11	34.80	0.65	0.90
300052	中青宝	78.68	41.13	0.32	0.56
300059	东方财富	165.13	71.87	0.51	0.75
300075	数字政通	72.18	41.25	0.74	1.03

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

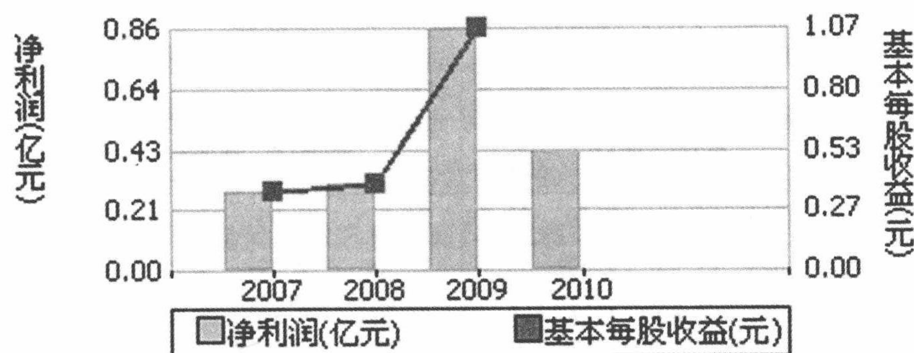


图 13-33　汉王科技的净利润和每股收益

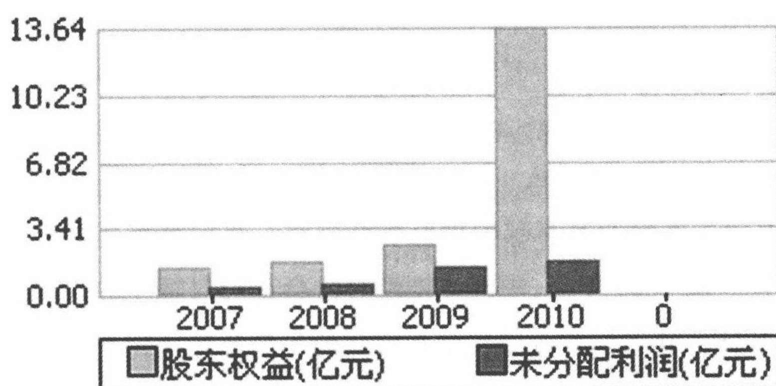


图 13-34　汉王科技的股东权益和未分配利润

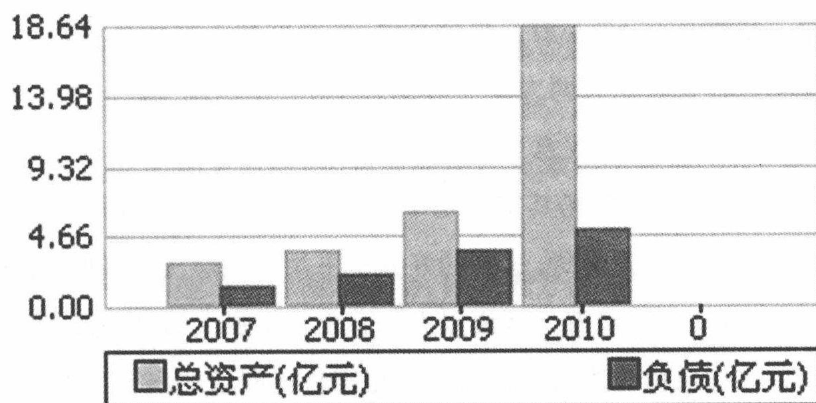


图 13-35　汉王科技的总资产和负债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13-15 汉王科技的经营业绩概览

年份	净利润率（%）	每股权益（元）	资产负债率（%）	权益报酬率（%）	资产报酬率（%）	利息保障倍数
2009	14.72	2.30	59.59	34.77	13.93	12.29
2008	13.10	1.49	55.93	18.80	8.29	4.81
2007	11.68	1.26	48.87	20.28	9.80	5.81

零售业

零售业是巴菲特非常重视的价值投资行业，我们特意在本章最后来分析这一产业。从 2000 年起，中国连锁经营协会都会对每年的连锁零售企业情况进行统计，其间年营业增长率在最高的年份曾经达到了 45%，而最低的年份则是 2008 年，20%的增长率跌到了最低点。根据报告，2008 年 1 季度同比增长 20%~30%，2 季度维持在 20%左右，3 季度普遍滑落至 10%，到 4 季度增幅一般维持在 5%左右。也就是说，四季度根本没什么增长。

中国现今的零售业有两大发展时期，一是上个世纪 90 年代初，随着改革开放的深入，中国的现代意义商场出现了，经营模式以低成本的柜台租赁为主要模式。说穿了，商场其实就是个二房东，从物业处把商场租来，然后转租给各个品牌和厂家卖货。这样的好处是不用冒风险压货，缺点是利润率非常低，和品牌谈判时没有什么说服力——尤其是强大的高端品牌，商场往往都要给很多优惠措施求着它们入驻。租柜台式商场的出现反映了中国尚不成熟的消费客群，而家乐福等土洋量贩式超市的出现则摧垮了传统的“百货商场”，把除了服装和化妆品以外的商品纳入囊中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二阶段开始于21世纪初，一直持续到现在。租赁式百货的低成本，低门槛和不菲的利润吸引了大量热钱特别是地产商的涌入。原因很简单：当二房东都那么赚钱，那我这个大房东自己来干不是更赚钱？殊不知零售业是一门看起来毫无技术含量而其实非常深奥的技术行业，不论消费行为、视觉营销，都要样样精通的人才能管好商场。但现今的中国零售业是资本主义和经验主义挂帅的行业——资本主义：谁投资谁有钱，谁有发言权；经验主义：站柜台站了十几年干出来的才是好人才，什么营销根本不用学，老子的江湖经验比你丰富多了，你资历太浅，你懂的所谓技术的都是洋人的东西，在中国不实用。于是乎，财大气粗的地产商们意气风发地出发了。最典型的就是万达，大手笔在全国各地广开分店，复制一个又一个“万达广场”。

美国次贷危机和欧洲的债务危机使全球经济和社会发展又面临新的转型。从国内来看，经济增长方式正在加快转变，低碳经济影响日趋增强，3G、电子商务快速发展所带来的居民生活行为变化，将影响我国零售业向以下趋势发展。

2009年12月哥本哈根世界气候大会的召开，标志着全球经济和社会发展开始进入低碳经济时代。低碳经济环境下，我国在流通市场体系建设、市场监管、扩大消费等方面的政策、法规标准等将会发生新的变化，消费者的消费观念将发生新的变化，这些变化将对零售业的发展产生积极的影响。将呈现出低碳化的发展趋势，在店铺建筑和装饰、店铺选址、商品、商品包装和展示、现代信息技术的应用、物流配送以及零售业态等方面，将以节能、低碳为核心，进行新的变革。

近年来持续高速增长的网络购物，已成为方便居民消费、扩大消费的重要方式，引起了社会各界的高度重视。2010年，温总理在政府工作报告中提出“积极发展电子商务”；商务部提出“十二五”期末，力争网络购物交易额占我国社会消费品零售总额的比重提高到5%以上。巨大的网上购物市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展空间以及快速的大趋势，将吸引越来越多的传统零售商、品牌生产商以及其他力量积极地发展“网店”，“网店”将成为零售渠道之争的新战场，零售渠道的“跑马圈地”由陆地转向“空中”，将呈现“网店”“跑马圈地”热。

长期以来，我国零售企业多采用联营或引厂进店经营方式，由于失去了对经营商品的所有权，降低了对经营商品的话语权。一方面造成供零关系紧张，大品牌商制约小牌零售企业，而大牌零售企业又制约小品牌商；另一方面弱化了零售企业传统功能，影响了零售企业自主扩张、创新的能力，削弱了对消费者的服务。这种经营模式，随着市场环境的变化，使零售企业经营的风险趋于增大，是企业不可持续、不利于我国零售业健康发展的模式。一些零售业已开始加大自营商品的比重，走上向自营化回归，向赚取进销差价回归之路。而目前，电子商务快速发展、市场更加细分化的环境，将加快零售企业从联营方式向自营方式回归的步伐。

随着技术的发展、消费者消费观念的变化，消费者希望购物环境越来越好、购物越来越方便，“一站式”的消费需求也在减弱，消费者购物需求将更趋向于个性化、时尚化、专业化、精品化、体验化、健康化。为适应这种变化，零售业业态将进一步向细分化、差异化、特色化发展，更具现代特征，这将使传统零售店受到挑战。同时，低碳经济的发展环境也促使传统店转变。

“把消费者想要的变成消费者需要的”，这是零售业“体验消费”的实质内涵和宗旨。零售企业的“千店一面”购物环境，已使消费者感到麻木、厌倦，要想燃起消费者购物激情，激发新的需求，零售企业只有改变和创新，努力开发新的概念、新的形象来吸引消费者，而体验化消费将是零售企业概念、形象创新的发展趋势。零售企业将在店铺内外设计、装修装饰、商品特色、商品陈列、动线设计、服务方式等方面进行反传统的创新，全方位地满足消费者的体验需求，让消费者购物时轻松、愉快、省心、省时，最终“把消费者想要的变成消费者需要的”，增加商店的销售额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么,我们如何利用价值投资的理念来选择零售业股票呢?选择零售业价值股最为关键的一个要点是分析零售企业的资金周转周期。如何区分出那些卓越的零售公司呢?这里的关键就是查看资金周转周期，现金周转周期告诉投资者一家公司销售商品的速度有多快，从顾客手中回收货款的速度有多快,以及付款给供货商之前能够占用货款多长时间。资金周转周期等于存货周转天数加上应收账款周转天数减去应付账款周转天数。其实,大家这样去理解就比价容易了:零售企业希望尽可能快地销售商品,尽可能快地从客户手中收回货款,而向供货商付款则最好尽可能地慢。正常的情况是零售企业在向供货商付款之前就完成了销售商品和回收货款，当然最好的情况是企业销售出产品之前是不向供货商付款的。沃尔玛70%的销售收入是在给供货商付款之前入账的。

就财务而言，考察零售企业的资金周转周期可以告诉我们最重要的信息。除此之外,我们还需要考察这家企业的竞争优势如何,而这就需要从以下几个方面入手了。零售业有一些有趣的特点,在不了解这些事实之前,盲目投资一家零售上市公司是不理智的。零售业的定位和选址是至关重要的,中国不同城市的发展程度区别太大,消费者对品牌的认知度也是天差地别。山西太原的高档百货店里最好卖的牌子是皮尔卡丹,卖Zegna反而没人买,因为大家不认识。零售业根本不像地产商眼中那样租个门脸卖货那么简单,外行指导内行的结果必然是不会走远。21世纪初,北京的某家老牌商场曾邀请美国一家著名咨询公司来参观咨询，美国人在商场里上上下下转了一圈后,在其平面图上画了一道弯弯曲曲的线,说你们按照这条线重新划分商铺和步道吧。重新整顿后的商场果然客流大增,这一条线美国人就收了小一百万元。这条线业内叫“动线”,是商场内客流的流动路线。之后中方还想请美国人帮忙调整下商铺,美国人拿着一摞楼层图说,该怎么调,我们已经做好了,不过这个方案值800万,最后中方也没舍得花这个钱。成功的零售模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式具有不可复制性。一家在北京很成功的百货店，如果拆成零件搬到上海最繁华的街道上，重新组装好开业，成功的几率和国足狂胜巴西差不多。另外，现在人们去商场买的已经不仅仅是商品了，而是经历，否则还不如在家网购。经营者必须给消费者一个“来的理由”，商场管理者应在商品上附加的价值是服务，而不是折扣。成功的零售业明白不是所有顾客都爱买便宜货，但所有顾客都爱占便宜。同时，不要幻想有车族会跑到远郊去买东西，人们永远会选择离自已最近的商场。气候是最容易被人忽视但往往是零售业能否成功的致命因素。一个有着小桥流水的露天场所的商场在江南会很成功，但是在华北或者岭南会很糟糕，前者有大风天气，后者有灼人的烈日。下面，我们给出深沪两市的零售企业，请看表 13-16,我们重点分析其中的人人乐。

表 13-16 A 股上市零售股

股票代码	公司简称	总收入(百万元)	净利润(百万元)	09EPS	10EPSe
000416	民生投资	629.15	65.31	0.12	
000417	合肥百货	5,885.41	200.81	0.42	0.51
000419	通程控股	2,402.83	56.83	0.16	0.32
000501	鄂武商 A	7,937.60	238.75	0.47	0.57
000516	开元控股	2,314.55	76.76	0.11	0.25
000560	昆百大 A	1,241.81	39.36	0.29	0.77
000564	西安民生	1,233.32	48.76	0.18	0.31
000593	大通燃气	329.83	71.24	0.32	
000679	大连友谊	3,146.48	180.58	0.76	1.05
000715	中兴商业	2,641.71	91.76	0.33	0.35
000759	武汉中百	10,096.04	213.30	0.38	0.40
000785	武汉中商	3,363.39	51.91	0.21	0.27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

000796	宝商集团	287.89	24.99	0.10	
000882	华联股份	429.29	74.94	0.15	0.16
000889	渤海物流	1,177.71	-59.57	-0.18	0.10
000987	广州友谊	2,959.20	285.15	0.79	0.93
002187	广百股份	4,631.10	165.52	0.98	1.14
002251	步步高	5,725.33	165.19	0.61	0.73
002264	新华都	3,109.24	68.69	0.43	0.56
002277	友阿股份	2,746.57	149.62	0.43	0.60
002336	人人乐	8,766.63	229.61	0.57	0.74
002419	天虹商场	8,057.27	355.95	0.89	1.18
600280	南京中商	4,209.16	42.88	0.30	0.72
600306	商业城	1,556.11	2.23	0.01	0.02
600327	大厦股份	5,559.20	187.26	0.36	0.43
600361	09 京综超	9,257.40	60.78	0.13	0.23
600515	*ST 筑信	361.28	-88.43	-0.30	
600628	新世界	2,730.47	180.38	0.34	0.46
600631	09 百联债	10,273.69	404.32	0.37	0.46
600682	南京新百	1,409.06	88.68	0.25	0.26
600693	东百集团	1,559.32	82.89	0.24	0.40
600694	大商股份	21,163.16	-116.16	-0.40	0.95
600697	欧亚集团	3,913.80	111.28	0.70	0.83
600712	南宁百货	1,472.72	28.75	0.17	
600723	西单商场	2,485.56	30.21	0.07	0.12
600729	重庆百货	7,312.33	156.73	0.77	1.39
600738	兰州民百	729.12	24.67	0.09	0.26
600774	汉商集团	623.73	4.45	0.03	
600778	友好集团	2,000.05	60.43	0.19	0.39
600785	新华百货	3,235.56	191.72	0.92	1.18
600814	杭州解百	1,708.08	64.37	0.21	0.28
600821	津劝业	526.40	3.42	0.01	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

600824	益民商业	1,450.22	110.98	0.15	0.18
600827 900923	友谊 B 股	29,186.90	188.14	0.40	0.65
600828	成商集团	1,722.24	127.84	0.35	0.48
600830	香溢融通	853.37	62.13	0.14	0.23
600838	上海九百	177.46	12.73	0.03	
600856	长百集团	306.53	5.17	0.02	
600857	工大首创	765.39	9.65	0.04	
600858	银座股份	5,242.64	118.89	0.51	0.84
600859	王府转债	11,098.82	384.33	0.98	1.22
600861	北京城乡	1,636.88	86.68	0.27	0.26
600865	百大集团	1,110.56	103.69	0.28	
600891	SST 秋林	207.24	4.86	0.02	

人人乐连锁商业集团股份有限公司前身为深圳市人人乐连锁商业有限公司，成立于 1996 年 4 月。公司主营业务为大卖场、综合超市和百货的连锁经营。截止 2009 年 6 月 30 日，人人乐已在全国开设门店 82 家，网点遍布广东、陕西、四川、天津、重庆、广西、福建、湖南等省区的数十个大中城市，总营业面积超过 107 万平方米，并初步完成了华南、西北、西南、华北四个营运大区的全国发展战略布局。2008 年实现销售收入近 77 亿元，位居中国连锁百强企业第 31 位和中国快速消费品连锁百强企业第 18 位。人人乐的经营业绩可以参考表 13-17，可以看到这家公司的每股权益在稳定增长。净利润率是个位数，这是零售企业的行业特征决定的，零售业主要靠高周转率提高竞争力。人人乐的股权报酬率在 20%以上，这表明这家公司具有很高的竞争优势。其实，如果对这家公司成长经历有所了解就更会更加看好这家上市公司。人人乐是深圳唯一一家与沃尔玛、家乐福等国际零售商业巨头都近距离竞争过的本土企业。人人乐在直接与国际巨头面对面竞争中学习、总结、创新、成长，1996 年建立第一家店后向全国覆盖。13 年前，人人乐超市在深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圳开业。这家当时名不见经传的小店，先后与家乐福、沃尔玛比邻而立，为了生存，他们被迫正面对抗外资零售大鳄，不仅没被打垮，反而越战越勇，一步步奠定了如今本土“超市王”的地位。不过，人人乐上市之后股价一直处于较高水平，所以应该按照估值原理，等待人人乐股价下跌到合理区间再介入，这也符合巴菲特价值投资常用的规则，那就是等待好公司的股价跌到合理的区域，目前人人乐的股价还在3倍市净率以上（请看图13-36），这并不是一个合适的入场时刻，应该等待其市净率跌到2倍以下才考虑介入，根据目前的情况来看，股价要跌到18元以下才能考虑介入。当然这种情况应该是大盘下跌导致的，如果是公司长期经营战略导致的，则需要重新评估该股的投资价值。

表13-17　人人乐的经营业绩概览

年份	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	2.62	2.45	70.39	23.42	6.94	37.81
2008	3.01	1.88	73.18	30.81	8.26	56.18
2007	N/A	1.30	71.19	42.19	9.46	-422.51
2006	N/A	0.87	71.93	22.88	4.61	115.42

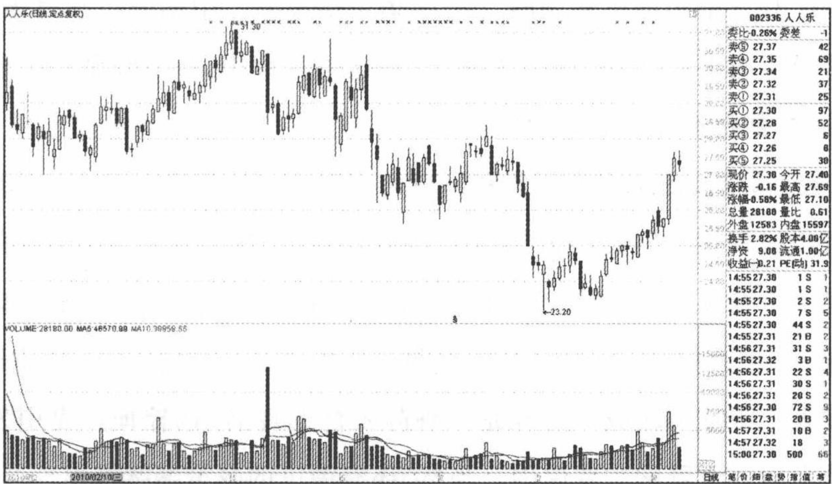


图13-36　人人乐的股价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章　高增长公司分析

2009 年下半年，中国的股市发生了结构性的变化。结构性的牛市和结构性的熊市全面展开。同时 2009 年 10 月 30 日，创业板上市成功，推动了全面投资中小企业的潮流。波澜壮阔的创业板大牛市已经开始。

从 2010 年元旦过后，1 月 4 日至 6 月 11 日上证指数下跌 21.58%，返向下跌 707 点，半年内下挫 20%。按照华尔街经验，中国股市已属于熊市。——即半年内下降 20%，便称为熊，而在这一过程中，近 600 余只个股实现了正收益，数量比超过 30%。

从数据分析，固定资产投资和出口这两驾马车均好于预期。1~5 月城镇固定资产投资累计同比增速 25.9%，实际增速 23.7%，继续回落但回落幅度小于此前市场预期。并且 5 月份我国出口 1317.6 亿美元，同比增长 48.5%，贸易顺差 195.3 亿美元，出口好于预期。市场却是相反的反应，尤其是 4 月 15 日，地产新政引起股市急挫是一种阵发性的疼痛，调控地产是引发宏观和股市台阶式下降的主要原因。当然，还有激进的政策继续推出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费和新兴产业的异军突起,从企业数量上有上乘的表现,但消费和新兴产业的个股当下不能构成市场的权重股，于是市场中传统行业个股跌跌不休(而它们中多数为权重股),而下跌后虽然市场的整体估值很低,但反弹力度却不大。而新兴产业在创业板的反应却是优良的，单从创业板指数看,波澜壮阔的大牛市已经开始,值得大家细细体会。

这种结构性的牛熊(消费和新兴产业的繁荣对应传统行业的阵痛)将在未来很长时间各行其道,个别人认为3~4年内,中国股市再次到达6000点,仅是一种臆测和奢望。但波澜壮阔的创业板大牛市是值得期待的。大家一定要明白一点,能不能值得期待的关键点是:实体经济中,消费和新兴产业能不能持续繁荣起来。而在这一过程中(新兴产业兴旺),政府的推波助澜,是相应企业的股价步步高的催化剂,而相对应政府对传统行业的打压(如提高某种税或提高耗能工业的电费等),则是相应股价步步低的推手。而消费和新兴产业股的权重大到可以成为举足轻重的权重股时,是漫长的过程,不是2~3年能完成的。

这个阶段如何在二级市场投资呢?今年基金的口头禅是把握结构性机会。更进一步说,就是以高成长和高成长确定性来筛选,是今后相当长的时段的选股标准。国信证券分析师黄学军认为,结构转型的过程类似。很多经济体进行转型之前,都经历了进口替代、出口主导、重工业化的过程。在整个重工业化发展的阶段，都过度依赖于资源的经济模式。随着要素成本上升,转型成为推动经济发展的必然。结合中国目前的现状,黄学军认为能获得超额收益的版块一类是传统升级中有技术优势的产业和一些现代服务业,包括电子信息和装备制造业,如拥有核心技术的高铁装备业等可能成为未来产业升级的受益行业。还有,产业导向的新兴行业,如新能源、新材料,生物医药、节能环保、电动汽车,信息通讯等政策推动未来技术至高点的新兴战略性产业,是值得大家长期研究的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资家：牛股基因

今年以来，剔除掉重大资产重组个股，涨幅居前的20只股票，市场涨幅接近90%，根据Wind行业划分，20只个股大致分居四大行业。信息技术（歌尔声学），材料制造（鼎龙股份），医疗保健（爱尔眼科、信立泰），消费品（汉王科技、海宁皮城）等。可以说，行业集中度很高，都属于中小板和创业板的次新股，这一现象，是否演示产业转型阶段的新特征。波澜壮阔的创业板大牛市已经开始。

牛股是在一个时间段内，涨幅和换手率尤其是涨幅均远远高于其它个股的股票的俗称。一般牛股都有远景题材，业绩良好，震幅弹性较强。本章我们就基于价值投资的经典理论和中国的具体实践对十只较好的股票进行剖析（主要都是创业板的企业）。它们是吉峰农机、汉王科技、爱尔眼科、鼎汉技术、碧水源、国民技术、恩华制药、恒瑞制药、国药股份、新宙邦。下面我们就对它们进行逐一的分析。

吉峰农机始创于1994年，正式运营于1998年，2008年完成股份制改造。公司主要从事国内外名优农机产品的引进推广、品牌代理、特许经营、农村机电专业市场开发，已形成传统农业装备、载货汽车、农用中小型工程机械、通用机电产品等四大骨干业务体系，同时开展泵站及节水灌溉工程勘测设计、设备供应、安装施工等业务。其商业模式和苏宁电器一样，特点是——网络、服务和推倒，它能推倒传统的卖场。现有的农机市场有2000亿元（2006年）。现有直营店近100家、加盟店600余家，网络覆盖川渝地区及云南、贵州、陕西、江苏、广东、广西等省市区，在全国农机流通连锁类企业综合实力排名中位居第一。吉峰农机所处行业竞争分散，发展空间较大。我国农业机械行业发展空间较大，且存在整合空间：我国农业机械化起步较晚，现正处于由传统农业向现代农业迈进的关键时期。农业机械化率将从现在的45%提升至2020年的65%，这预示着农机产品的需求将实现50%的增长。目前我国的农机企业大多为中小企业，行业集中度较低，未来行业整合的空间将给有实力公司带来良好的发展机遇。根据多年的实践和探索，公司已经确定以连锁经营模式发展的战略，并逐步形成直营连锁销售和代理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经销商销售等多业态并用的梯级连锁架构。吉峰农机的经营状况如表格14-1，营收和股权收益状况（截至2010年一季度）参考图14-1、图14-2和图14-3。

表 14-1 吉峰农机的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	199.10	6.93	66.23	3.13	5.89	42.68	9.54	5.18	46.46
2008	N/A	N/A	N/A	3.48	0.93	59.29	33.26	11.40	41.69
2007	N/A	N/A	N/A	3.47	0.38	69.84	38.78	10.05	104.99
2006	N/A	N/A	N/A	0.44	0.11	86.72	9.91	0.75	7.21

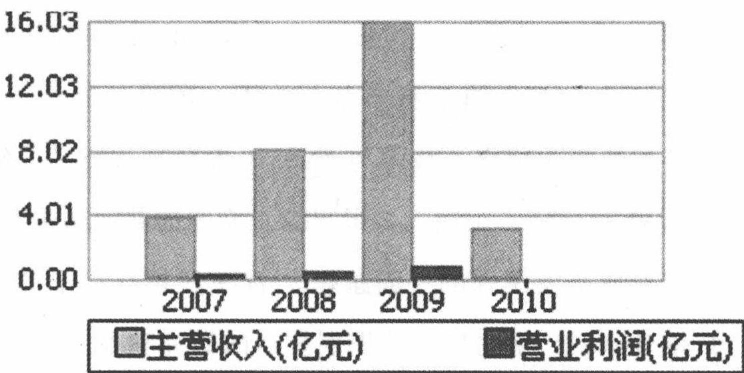


图 14-1

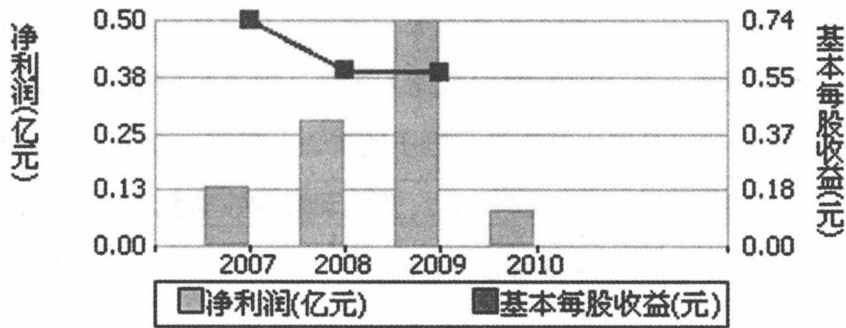


图 14-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

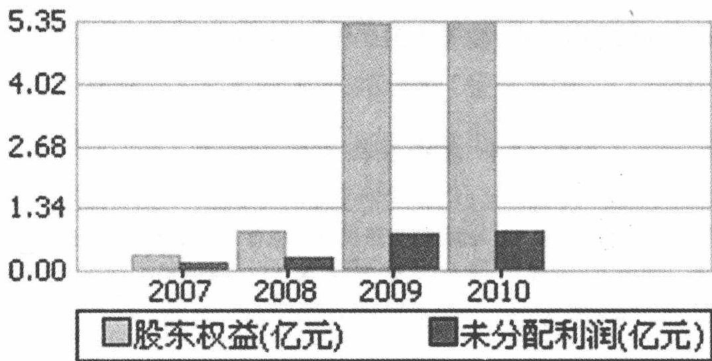


图 14-3

汉王科技股份有限公司成立于 1998 年，以多年的科研成就为底蕴，在国家“八五”、“九五”、“863”、自然科学基金等重点项目的支持下，率先研究、开发、推广多元智能人机交互技术与产品，不仅从真正意义上解决了中国人的输入问题，更是保证了中国人与世界信息文明的共同进步，从而成为激励民族高科技产业奋发图强的一面旗帜。汉王科技立足于模式识别领域，专注手写、语音、OCR、生物特征等识别技术的研究和推广，拥有多项国际领先的核心技术和自主知识产权；其二，面向市场，运筹帷幄，有行之有效的行业推广和遍及全国 200 多个城市的销售与服务网络。目前，我国智能人机交互技术应用市场已趋于成熟，应用领域日益增加并呈现出快速增长的态势，预计未来 5 至 10 年，我国智能人机交互市场规模年均增长率将达到 25%–30%。公司是国内首家推出电子阅读器的厂商，市场份额达 95%以上。汉王科技的经营状况如表格 14–2，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14–4、图 14–5 和图 14–6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14-2 汉王科技的经营状况

年份	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	14.72	2.30	59.59	34.77	13.93	12.29
2008	13.10	1.49	55.93	18.80	8.29	4.81
2007	11.68	1.26	48.87	20.28	9.80	5.81

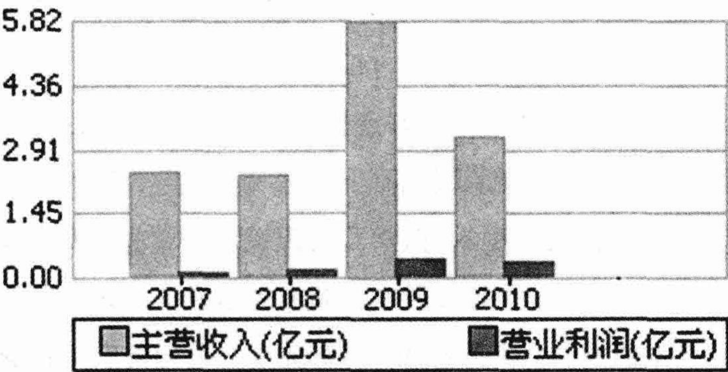


图 14-4

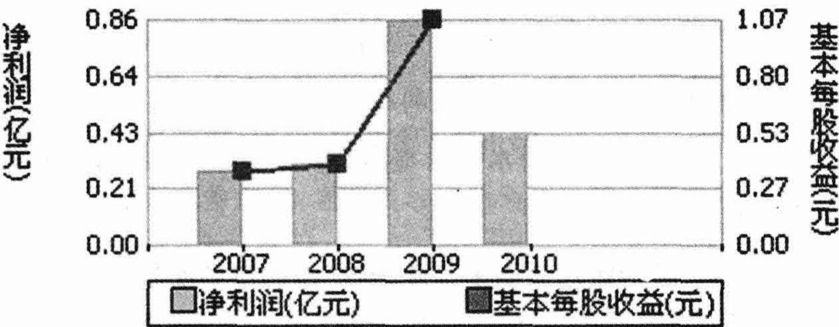


图 14-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

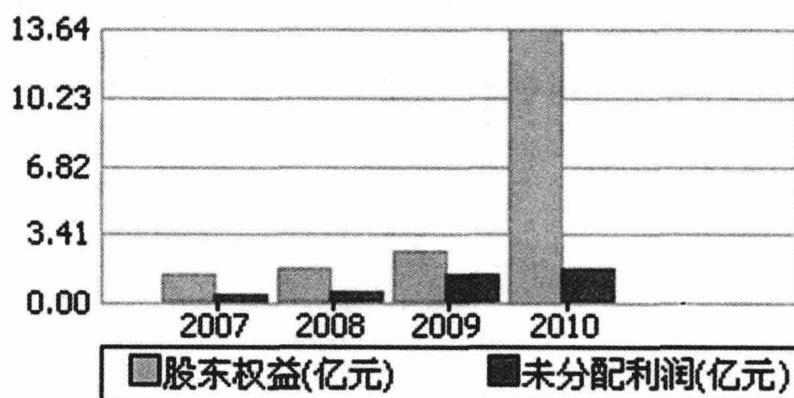


图 14-6

爱尔眼科是国内规模最大的眼科连锁医疗机构，主营业务为各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。其中准分子激光手术治疗近视、远视、散光，白内障手术，医学验光配镜对主营收入贡献最大，2009年占总收入的88.82%。公司控股股东为湖南爱尔投资。其持有公司1.2亿股，占公司总股本的60%。现任董事长陈邦先生为公司的实际控制人。从上半年情况来看，公司新开业了荷泽爱尔、南京爱尔和昆明爱尔3家医院，收购了麦格眼科南充、重庆、石家庄、天津4家公司，一共新增7家医院，截至上半年，爱尔连锁门店已经达到26家，年门诊量和手术量居全国首位。未来3到5年是爱尔眼科的黄金发展期。眼科连锁具有投资规模大，进入壁垒高、模效应明显等特点。目前国内眼科市场规模大约在200~230亿元，随着人们眼保健观念的加强、生活水平的提高，潜在医疗需求将得到释放，市场规模能够实现成倍增长。

从整体来看，眼科医疗为朝阳行业，有广阔的市场前景，公司的“三级连锁”模式可复制性强，扩张速度快。预计公司1~2年内将完成全国省会城市的布点。公司是国内眼科医疗的绝对龙头，同公立医院眼科相比，公司的仪器设备、服务质量更为上乘；同民营眼科医院相比，公司IPO后拥有更强大的品牌溢价能力和资金实力，因此主营业务能够保持较快的发展速度。从技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术优势上看，公司拥有400多人的眼科医师队伍，公司的学术委员会均为眼科界资深专家，并且随着公司的上市，更多优秀的医师还将加入公司。

眼病市场非常广阔；竞争对手公立医院没有异地扩张的动力；公司的品牌、技术好，在行业内有先发优势和品牌效应；公司超募资金多，近两年开医院速度会非常快，从长期看，爱尔在3年内是全国省会大发展阶段，3年后是布局地市级并大发展的阶段。爱尔的先发优势对其竞争对手而言是致命的，跑出来的只会是爱尔：爱尔2009年上市融资8.82亿，抢先全国布局，一招先，步步先，之后将在市场准入、医生资源、品牌积累、病人信任等多方面全面阻截对手。

公司主要业务成长性好，公司准分子激光手术2006~2008年收入复合增长率49%。与美国相比我国准分子激光手术量不高，有很大的市场空间。公司白内障手术2006~2008年收入复合增长率67%，毛利率逐年提高。我国每百万人口白内障手术数平均约为620例，仅为印度的1/8，随着国家持续加大防盲治盲投入，白内障业务将呈现爆发性的增长。公司医学验光配镜业务2006~2008年收入复合增长率49%。医学验光配镜与商业验光配镜相比有很多优点，是未来发展趋势。飞秒激光应用推动公司份额扩大，盈利能力提升。白内障手术量大增。公司白内障手术量增长80%，受公益手术量增加原因，单价有所降低，但毛利率仍然有所提升，对公司业务贡献明显。

我们认为眼科连锁与口腔连锁有本质不同，主要体现在以下几点：(1)口腔医疗私人诊所非常多见，而眼科私人诊所或机构非常少见，意味着爱尔眼科所具有的垄断优势更大，而行业竞争更小。(2)口腔医疗对大型设备依赖较少，而眼科需要依赖大量先进的高精尖设备，意味着眼科医生不大可能独自开设诊所。(3)口腔医疗自费项目较多，而眼科受到国家前所未有的政策支持，医保项目较多。从以上3点，我们认为爱尔眼科具备的竞争力和成长性将超过通策医疗，通策医疗在较多连锁医院盈利能力不佳的情况下，尚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能连续 3 年净利润增速 50%以上，享受 60 倍的市场估值，因此给予爱尔眼科 60~80 倍的 PE 仍较为合理。爱尔眼科未来的盈利预期如表 14–3。

表 14–3 爱尔眼科盈利预期

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	43,912	60,645	84,839	125,313	170,042
增长率	39.4%	38.1%	39.9%	47.7%	35.7%
营业利润（万元）	7,251	12,341	15,725	22,773	31,460
增长率	47.0%	70.2%	27.4%	44.8%	38.1%
净利润（万元）	6137	9249	13692	19829	27393
增长率	57.4%	50.7%	48.0%	44.8%	38.1%
每股净资产（元）	2.37	9.05	4.83	5.28	5.89
每股收益（元）	0.61	0.69	0.51	0.74	1.03

今年爱尔为什么涨得特别？一个消息使机构对于爱尔的估值发生很大的变化：买医院是成了快速扩张的重要方式。新建医院要两年的时间才能起来，而买医院半年就火起来。还有一消息是地级县市卫生局只发 2~3 家的执照。这意味什么？爱尔今年股价走势见图 14–7。

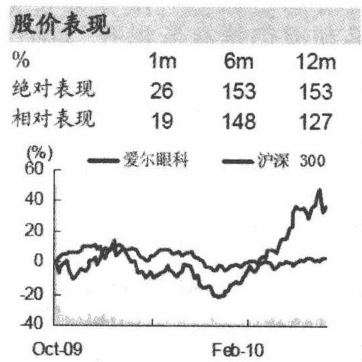


图 14–7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要提醒以下各种风险:(1)医疗风险;(2)民营医疗机构的社会认知风险;(3)租赁风险;(4)管理风险。现在最大的风险是股价太贵,很多机构和私募在等10月的限售股放行,届时会不会跌,难说。

鼎汉技术股份有限公司成立于2002年6月,是一家从事轨道交通电源系统的研发、生产、销售、安装和维护的高新技术企业,主要业务包括:轨道交通信号智能电源系统、轨道交通电力操作电源系统、轨道交通屏蔽门电源系统和轨道交通通信电源系统等相关产品的研发、生产、销售与技术支持服务业务。同时,也根据客户需求提供其他配套产品及服务。公司的各产品中,轨道交通信号智能电源系统是公司的主要收入来源,销售收入占比一直超过营业收入的75%。按2008年的数据计算,公司该产品在国家铁路市场占有率30.03%,行业排名第一,公司处于行业领先地位。铁路和城市轨道交通的发展将保证公司产品未来的需求。2008年,我国将2020年的铁路建设目标由营业里程10万公里以上提高到12万公里以上,这将为该公司的发展提供更广阔的市场空间。鼎汉技术的经营状况如表格14-4,营收和股权收益状况(截至2010年一季度)参考图14-8、图14-9和图14-10。

表14-4 鼎汉技术的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	162.86	34.71	34.60	24.41	6.13	12.51	9.51	8.32	116.51
2008	N/A	N/A	N/A	21.31	1.05	41.09	21.24	12.51	25.34
2007	N/A	N/A	N/A	24.70	0.83	34.26	24.34	15.98	29.69
2006	N/A	N/A	N/A	20.90	0.57	43.91	28.35	15.90	56.35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

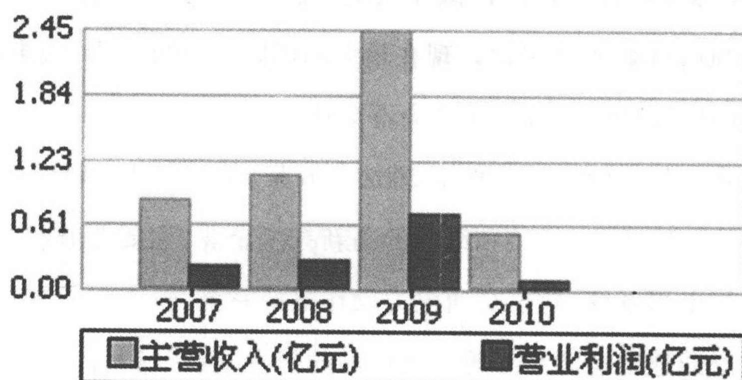


图 14-8

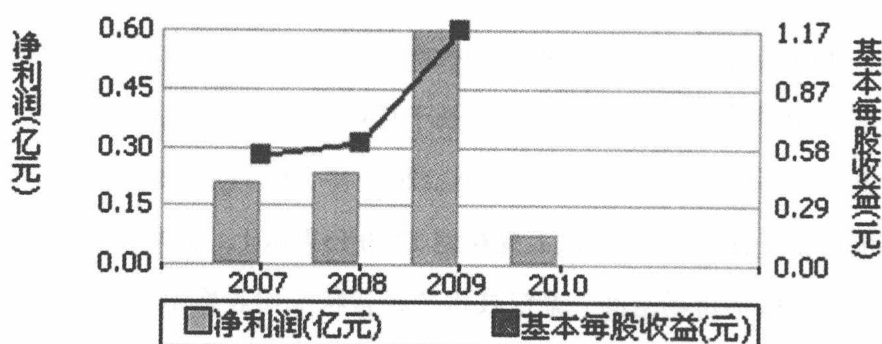


图 14-9

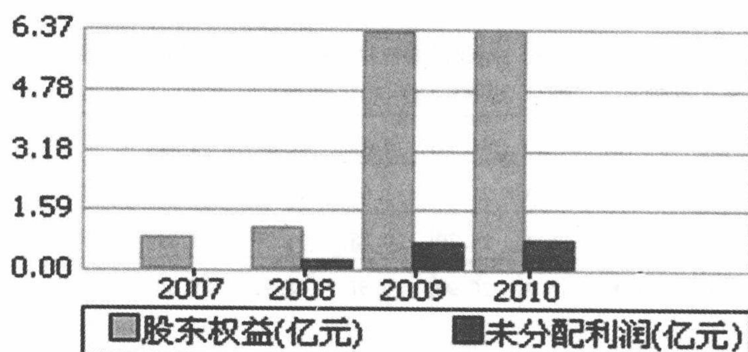


图 14-10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

碧水源科技股份有限公司创建于 2001 年，注册资本 1.1 亿元，由归国留学人员创办于中关村国家自主创新示范区的国家首批高新技术企业、国家第三批创新型试点企业、首批中关村国家自主创新示范区创新型企业、科技奥运先进集体，致力于解决水资源短缺和水环境污染双重难题。碧水源研发出完全拥有自主知识产权的膜生物反应器（MBR）污水资源化技术，解决了膜生物反应器（MBR）三大国际技术难题：膜材料制造、膜设备制造和膜应用工艺，拥有 20 多项专利技术，填补国家多项空白，荣获国家科学技术进步奖、部级科技进步奖一等奖、首批国家自主创新产品、国家重点新产品等荣誉，成为我国膜生物反应器（MBR）技术大规模应用的奠基者、污水资源化技术的开拓者和领先者，位居世界前三水平，是世界上同时拥有全套膜材料制造技术、膜组器设备制造技术和膜生物反应器水处理工艺技术与自主知识产权的少数公司之一。碧水源的经营状况如表格 14-5，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14-11、图 14-12 和图 14-13。

表 14-5 碧水源的经营状况

年份	净利润率（%）	每股权益（元）	资产负债率（%）	权益报酬率（%）	资产报酬率（%）	利息保障倍数
2009	34.19	2.19	33.34	33.37	21.13	-179.96
2008	33.88	1.49	17.38	34.09	26.32	-22.11
2007	34.18	1.10	30.98	43.80	29.74	-51.43

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

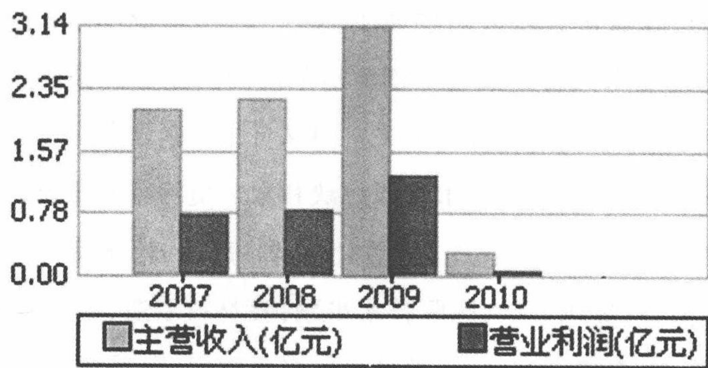


图 14-11

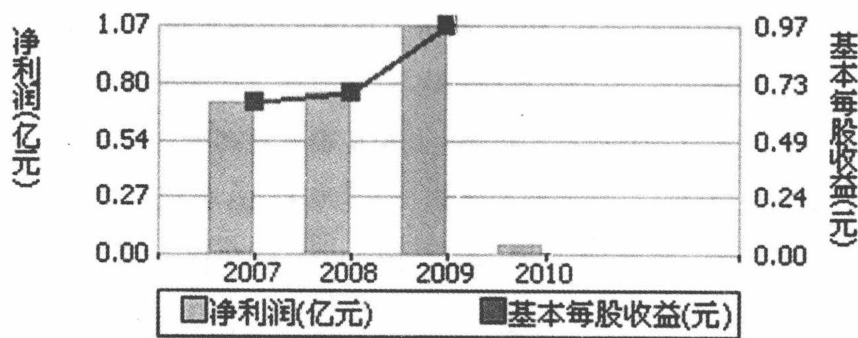


图 14-12

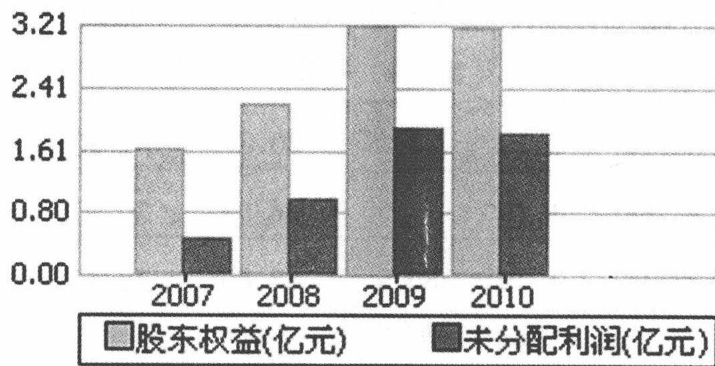


图 14-13

碧水源在北京怀柔“中关村雁栖创新基地”建成亚洲最大的膜技术研发中心和生产基地，膜和膜组器年产能力分别达到 200 万 m^2 和 100 万吨 /

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天。与清华大学合作建成国际一流的碧水源清华环境膜研发中心，具有国际高水平的自主研发能力，承担着国家“863”项目、国家水专项、国家科技支撑计划、国家火炬计划、国家重点环境保护实用技术等国家重大项目课题，形成碧水源污水资源化事业的强力支撑。

截至 2009 年，碧水源完成 1000 多项污水资源化工程、100 余项安全饮水和湿地工程，参与众多国家水环境治理重点工程，包括南水北调丹江口污水处理工程、无锡环太湖地区水环境治理重点工程、北京引温济潮跨流域调水工程（世界上最大的 MBR 工程）、奥运龙行水系工程以及国家大剧院水处理工程等，建成的污水资源化工程总能达 2 亿 m^3/ 年，位居世界前列，成为我国解决水环境问题的骨干力量。同时，碧水源 MBR 工艺、技术、产品已打入国际市场，销往澳大利亚、英国、东欧、菲律宾等国家。公司产品竞争优势明显。公司为国内采用 MBR 技术进行市政污水处理的先驱，占据国内 MBR 市场 60%的份额。相比国内外同行在技术、业绩和品牌、价格上竞争优势显著。公司产品市场潜力巨大。目前公司所从事的用 MBR 技术进行污水处理行业的主要不足，在于投资成本相比传统工艺较高，而运营过程中膜的清洗和更换也会增加费用。但从国际国内经验来看，近年来 MBR 的投资和运营成本已经显著降低，而日益严格的排放标准和人们对于再生水利用的重视使得应用 MBR 技术的性价比在不断提升。根据中国水网的预测，10 年我国 MBR 项目的市场需求将达到 100 亿元，占污水处理市场份额的 8%；15 年达到 300 亿元，市场份额占到 27%，如果再考虑供水领域，市场潜力巨大。

国民技术的前身中兴集成是经原国家计委批准承担“909 工程”集成电路设计项目而组建的企业，由中兴通讯和国投电子共同出资设立。公司是集成电路设计细分子行业龙头。其中公司在 USBKEY 安全芯片领域具有显著市场领先优势，2008 年的市场占有率达到 72.9%。公司在安全芯片领域已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经形成了 USBKEY 安全芯片、安全存储芯片、可信计算芯片、移动支付解决方案等具有前瞻性的技术和产品布局。公司在 TD-LTE 射频芯片、CMMB 手机电视 Tuner 调谐芯片技术和产品领域进行了有价值的积累。公司以敏锐的市场洞察力进入到手机支付这一前景广阔的市场，自主研发了 RFID-SIM 卡技术。国民技术的经营状况如表 14-6，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14-14、图 14-15 和图 14-16。

表 14-6 国民技术的经营状况

年份	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	25.10	2.04	35.02	52.71	34.25	113.15
2008	11.03	0.81	44.97	27.41	15.08	16.42
2007	9.05	0.49	52.36	25.64	12.21	18.00

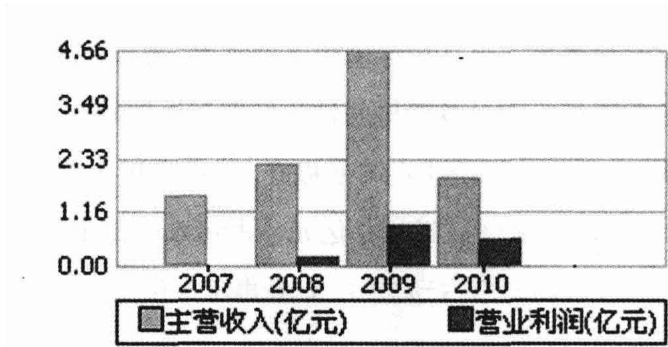


图 14-14

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

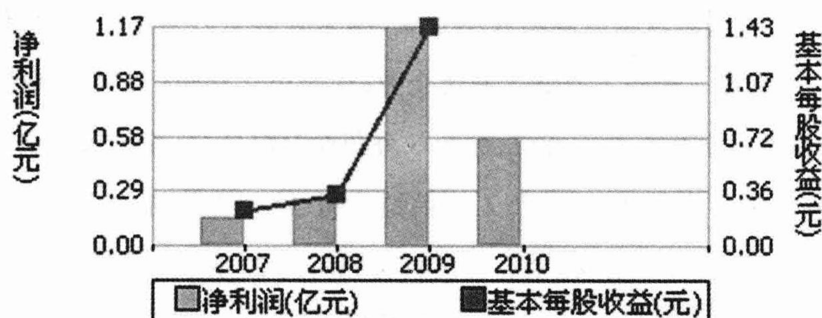


图 14-15

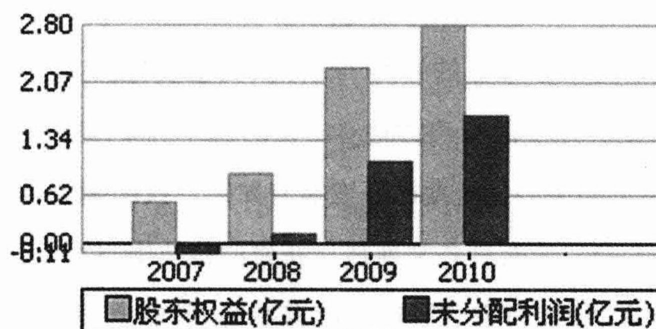


图 14-16

国民技术是国内最大的安全芯片供应商之一，是国内少数量产 32 位 USBKEY 安全芯片供应商之一。2008 年，公司以 72.9%的市场份额在国内 USBKEY 安全芯片市场销售额排名第一，同时还是国内安全存储芯片、符合我国自主密码规范的可信计算安全芯片、移动支付芯片及其整体解决方案的主要供应商。电子金融和移动支付双双推动安全芯片行业发展高速发展。预计到 2014 年，中国 USBKEY 安全芯片市场销量将达到 9709.5 万颗，销售额达到 12.66 亿元，销量和销售额的年均复合增长率将分别达到 34.7%和 35.0%。另外，2013 年全球手机移动支付额将达 6000 亿美元，这对于该公司的产品销售将有极大的促进作用。

恩华药业集团有限责任公司为科、工、贸一体化的医药集团，成立于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1978 年，现为国家级重点高新技术企业，国家级博士后工作站，银行信用等级为 AAA 企业。集团下属五个制药企业：徐州第三制药厂、徐州制药厂、徐州恩华赛德药业有限责任公司、徐州颐海药业有限公司、徐州远恒药业有限公司；两个商业公司：徐州医药工业供销公司、徐州恩华统一连锁销售公司和徐州化工研究所等组成。企业目前具有原料药 22 种，西药制剂 168 种，中成药 68 种。具有片剂 12 亿片 / 年、胶囊剂 5 亿粒 / 年、针剂 2 亿支 / 年、大输液 2000 万瓶 / 年、软膏剂、酊水剂、颗粒剂、丸剂等多种剂型。集团现有员工 1680 人，科技人员占职工总数的 52%，有硕士以上 12 人，本科以上学历 250 人。企业拥有经国家认证的 GMP 原料药、大输液、固体制剂车间及针剂等车间，在徐州经济开发区新建占地 245 亩的恩华药业 GMP 工业园，集团设有国家博士后创新中心，企业已开发具有知识产权的国家级一类新药三个、二类新药八个及二十余种各类新药。新建的科技中心大楼，科研装备齐全，拥有药物合成、制剂研究、药理研究、药物分析、中药研究、信息检索等机构，和先进的检测仪器设备。集团商业企业，徐州医药工业供销公司以物流配送业务为重点，新药代理业务为补充，逐步建立起国内区域性的一体化医药流通网络。恩华药业的经营状况如表 14-7，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14-17、图 14-18 和图 14-19。

表 14-7 恩华药业的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	61.52	2.63	7.43	4.92	1.66	49.27	14.06	7.00	10.00
2008	55.59	1.84	10.19	4.27	1.44	52.87	12.08	5.58	5.47
2007	N/A	N/A	N/A	3.31	0.62	74.47	18.32	4.47	4.88
2006	N/A	N/A	N/A	2.44	0.49	75.68	14.69	3.37	2.90
2005	N/A	N/A	N/A	2.63	0.50	73.96	14.43	3.48	3.21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

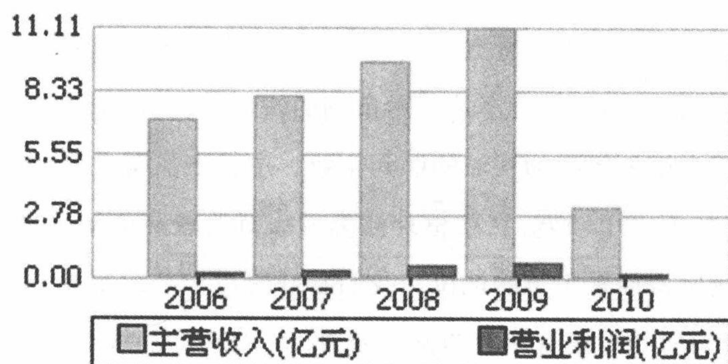


图 14-17

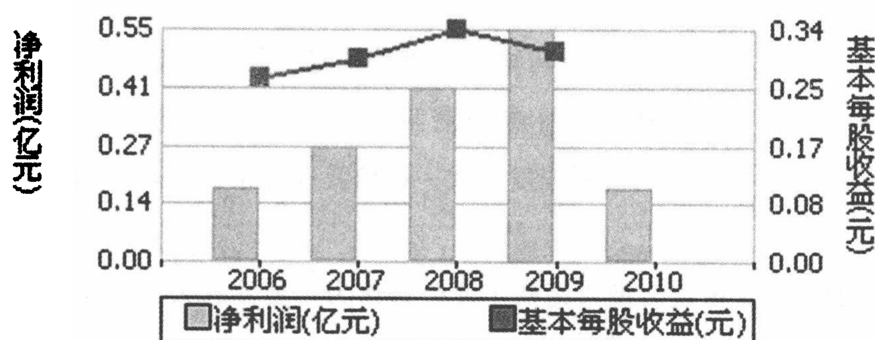


图 14-18

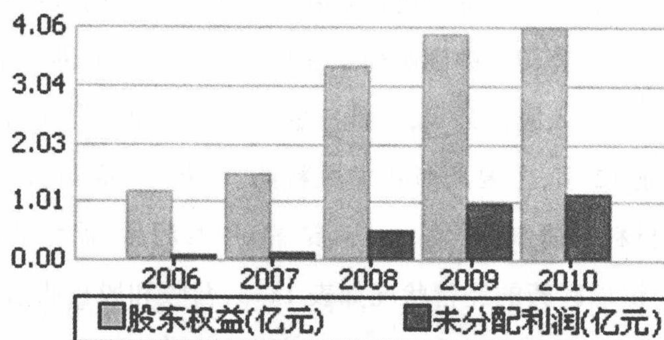


图 14-19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩华药业主力品种的市场前景依然看好，预计仍将保持行业平均增速。公司的新产品是未来的重要看点，抗精分药物甲磺酸齐拉西酮注射剂预计很快将投放市场，公司有望分享该品种市场的快速增长。恩华药业是我国唯一一家专注于中枢神经药物领域的医药企业，主营产品覆盖麻醉类、神经类、精神类药物等多个领域，在中枢神经类领域具有较高的知名度，多个产品在细分市场中占居领头羊的地位。我们看好公司未来的发展主要基于如下几点：1. 公司所处行业有很大的发展潜力；2. 公司产品线正不断丰富，未来将获得超出行业的发展速度；3. 公司营销与研发实力较强，产品线结构合理，成长性持续。中枢神经类药物市场潜力很大：在麻醉药领域，由于我国医疗机构覆盖人群增多和人口老龄化进程的继续，我国医院手术人数不断增长，同时也带动麻醉类药物整体市场的稳定增长，近几年增速均在15~20%左右。而在精神药物领域，随着我国生活节奏的加快和竞争的加剧，以及社会对心理健康的重视程度加大，相信我国抗精神病药物的市场有望快速扩容。

恒瑞医药是由连云港市医药工业公司作为主要发起人，联合中国医药工业公司、连云港市医药工业公司工会、连云港市医药采购供应站、连云港康缘制药有限责任公司共同发起设立的股份有限公司。连云港市医药工业公司以其所属全资企业连云港制药厂及在连云港中金医药包装有限公司拥有的净资产投入股份公司，中国医药工业公司以其在连云港中金医药包装有限公司的净资产投入股份公司，其他三家发起人以现金方式出资。目前集团公司拥有企业 12 家，主要从事化学原料药、西药、中成药、医疗器械、医药和食品包装材料的研制、开发、生产、销售，中西药品、器化玻、保健药品的批发、零售。恒瑞医药的经营状况如表 14-8，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14-20、图 14-21 和图 14-22。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

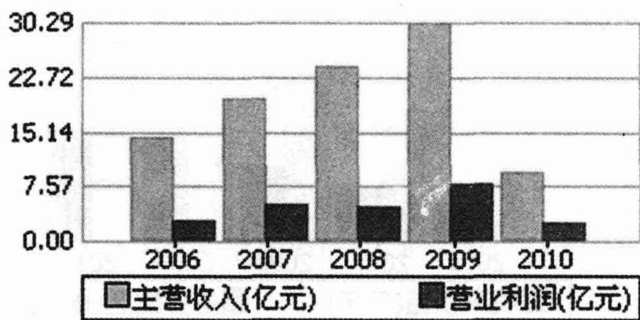


图 14-20

表 14-8 恒瑞医药的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	55.60	9.83	11.79	21.98	3.50	11.13	25.53	22.20	-92.60
2008	39.47	8.27	10.00	17.68	2.68	10.20	21.21	18.76	101.69
2007	80.23	11.56	13.22	20.94	2.64	19.56	25.33	20.16	123.09
2006	33.47	4.61	4.96	14.41	1.69	13.69	16.48	14.09	-542.90
2005	22.73	2.43	2.83	13.76	1.47	13.78	14.82	12.62	-2，808.51
2004	23.87	2.15	2.54	10.71	1.32	20.50	12.46	9.77	18.48
2003	23.86	2.49	2.30	9.00	1.19	37.73	10.66	6.52	9.92
2002	30.59	3.91	3.34	10.44	1.10	30.64	9.66	6.55	9.69
2001	47.52	6.40	4.63	12.80	1.00	32.26	10.92	7.25	10.12
2000	39.48	4.90	12.63	13.47	0.90	31.81	9.74	6.62	14.77

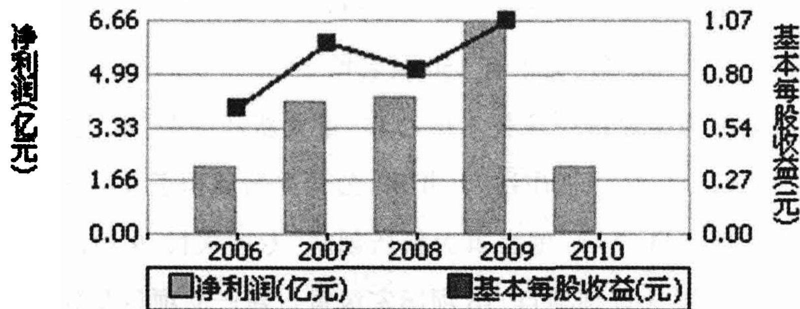


图 14-21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

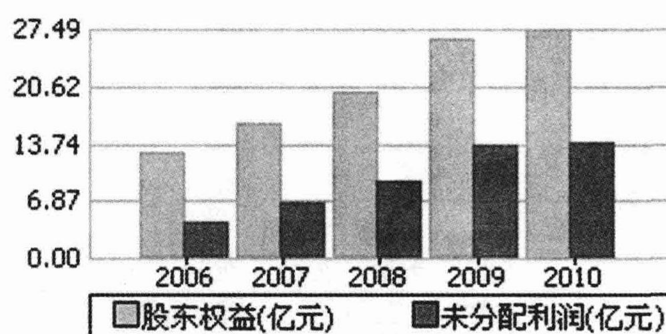


图 14-22

江苏恒瑞医药股份有限公司是国内最大的抗肿瘤药物的研究和生产基地，抗肿瘤药销售在国内排名第一，市场份额达12%以上，是国家定点麻醉药品生产厂家。公司先后被评为全国医药系统先进集体、国家重点高新技术企业、国家火炬计划新医药研究开发及产业化基地的骨干企业之一、国家高技术研究发展计划（863计划）成果产业化基地，连续多年被国家统计局列为全国化学制剂制药行业十佳效益企业。公司连续5年上缴税收在全国化学制药行业里排名第二。

公司目前主要产品有抗肿瘤药、心血管药、手术用药、内分泌药。公司年生产能力将达到片剂15亿片、针剂1亿支、软袋大输液1000万袋、口服液1000万瓶、胶囊1亿粒、软膏1000万支。公司所有剂型均已通过了国家GMP认证，异环磷酰胺、足叶乙甙、美司那、噻替派通过了美国FDA验证。近几年来恒瑞医药着力建设连云港、上海科研中心和美国三大研究中心。目前拥有研究人员300名，其中有150余名博士、硕士及海归人士。公司的研究中心已被评为国家级企业技术中心和“重大新药创制”孵化器基地，并建立了国家级博士后科研工作站。几年来，公司先后承担了4项国家863计划重大科技专项项目、7项“国家重大新药创制”专项项目、9项国家火炬计划项目、4项国家星火计划项目、16项国家级重点新产品项目及数十项省级科技攻关项目，申请了69项发明专利，其中33项世界专利，现有2个创新药

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处在三期临床，另有5个创新药分别在一到三期临床。恒瑞医药建立并完善了遍及全国的销售网络系统，按照抗肿瘤药为主、手术用药以及OTC药品分类组建了三支专业销售队伍。公司的亚叶酸钙等4个产品年销售额超过亿元，奥沙利铂和多西他赛两个产品年销售额过4亿元。公司还积极拓展美国、欧洲、印度、南美等国家和地区的市场，扩大出口渠道，2008年实现外贸出口额超过亿元。

国药集团药业股份有限公司是由中国医药集团总公司作为主发起人，并联合国药集团上海医疗器械有限公司、天津启宇医疗器械有限责任公司、广州南方医疗器材公司、北京仁康医疗器材经营部共同发起设立的股份有限公司。国药股份的经营状况如表14-9，营收和股权收益状况（截至2010年一季度）参考图14-23、图14-24和图14-25。公司国药物流新的盈利模式有望推动公司业绩增长。随着集中度提高，业务量不断扩大，目前仓库已经无法承受负荷，向外租借仓库满足需求，公司正计划扩容。国药第三方物流收取物流服务费符合欧美医药流通企业盈利模式，有望成为公司新的盈利亮点。2008年国药物流配送货值80亿，平均物流服务费6~7‰。

公司是全国麻醉药品和精神药品的一级分销商，具有极强的资源垄断性优势，将显著受益于麻药市场的扩容。同时公司积极参股麻药生产企业，相继持有麻药生产企业青海制药47％的股权和宜昌人福20％的股权。这一方面有利于公司对上游资源的掌控，另一方面也能够为公司提供稳定的投资收益。预计未来两三年内公司麻精药品销售继续保持20％以上的增长速度，但毛利率的水准会随着市场竞争略有下降。

公司的纯销业务受益于市场容量扩大和集中度提高。2008年到2010年公司药品销售收入有望保持25％以上的复合增长速度。新医改直接带来市场容量的加速扩大；而药品招标体制的不断变革越来越有利于大型分销商的发展，公司的市场份额也将不断扩大，并与北京医药、国控北京等共同形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成鼎立之势，占据北京的高端市场；品种优势则使得公司可以维持接近9%的业内较高的毛利率。

表 14-9 国药股份的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	43.88	1.94	10.23	4.36	2.18	61.00	21.72	8.16	19.87
2008	51.92	1.91	9.85	4.42	1.74	56.52	23.32	9.71	11.44
2007	34.47	1.02	4.99	3.67	1.44	62.89	18.96	6.70	16.95
2006	28.77	0.62	2.91	2.97	2.17	56.26	14.48	5.96	18.56
2005	17.07	0.33	1.31	2.16	1.04	59.29	10.12	3.93	8.78
2004	23.17	0.52	1.75	1.95	0.96	59.06	7.65	2.94	44.27
2003	39.39	0.84	2.51	2.22	0.90	56.94	7.56	3.01	28.62
2002	57.38	0.93	8.60	2.14	0.86	48.92	6.36	3.24	-314.08
2001	N/A	N/A	N/A	1.63	0.28	69.07	14.98	4.56	20.86
2000	N/A	N/A	N/A	1.27	0.26	67.48	11.40	3.65	5.93

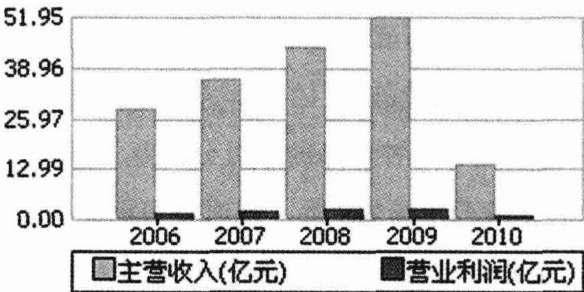


图 14-23

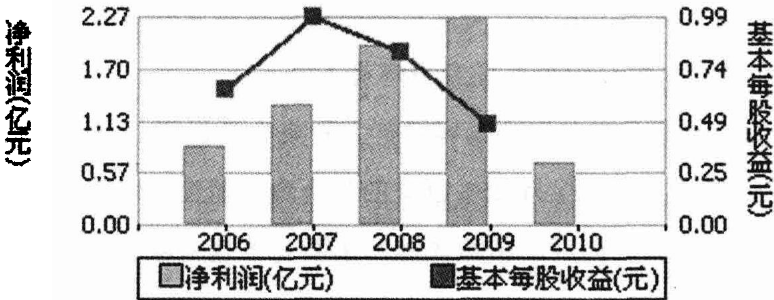


图 14-24

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

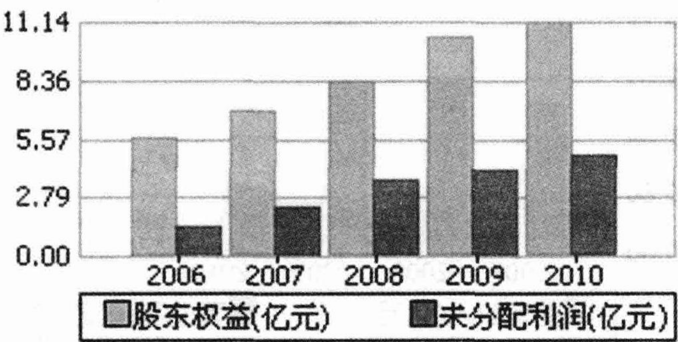


图 14-25

新宙邦主要从事新型电子化学品的研发、生产和销售，是国内铝电解电容器化学品的龙头企业，市场占有率超过 30%，同时也是国内主要的锂离子电池电解液供应商之一，市场占有率约 15%，另外固态高分子电容器化学品及超级电容器电解液研发能力和产业化程度处于国内领先、国际先进水平。预计未来 3 年内公司四大产品系列直接下游的电容器产品均有望保持 20%左右的增幅，其中锂电池或受益于新能源动力汽车的井喷，成为公司的主要盈利点。公司的竞争优势主要在于较高的市场占有率和领先的技术水平，目前公司在国内及日本申请且已受理的发明专利共有 14 项，除一项以外均系自主研发。公司自主研发取得的具有先进性的重要非专利技术共 18 项。新宙邦的经营状况如表 14-10，营收和股权收益状况（截至 2010 年一季度）参考图 14-26、图 14-27 和图 14-28。

表 14-10 新宙邦的经营状况

年份	平均市盈率	价格/业务收入	价格/权益	净利润率(%)	每股权益(元)	资产负债率(%)	权益报酬率(%)	资产报酬率(%)	利息保障倍数
2009	N/A	N/A	N/A	18.86	8.67	7.74	6.48	5.98	165.89
2008	N/A	N/A	N/A	13.56	1.35	29.07	21.87	15.51	26.53
2007	N/A	N/A	N/A	13.87	0.86	32.66	30.40	20.47	49.79
2006	N/A	N/A	N/A	14.73	0.55	37.09	34.75	21.86	95.98

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

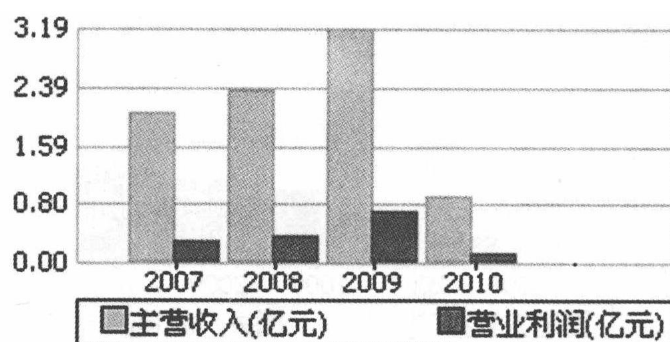


图 14-26

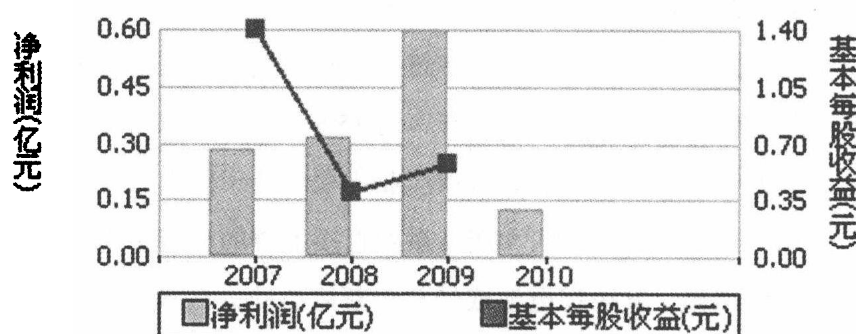


图 14-27

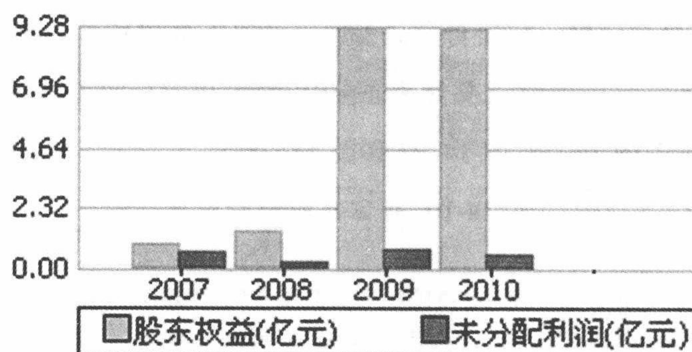


图 14-28

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆、巴菲特、费雪、彼得·林奇、索罗斯的智慧传承

改变财富命运的投资圣经

- 投资大师阐述牛股秘笈
- 4次飞跃实现高盈利
- “三大规律”掌握投资节奏
- “周期五法”顺势而为
- “牛熊分界线”收获大行情
- 10大先行指标辅助抄底逃顶
- “护城河”完美捕捉大牛股
- 凯式报表分析法，选股一剑封喉，简单实用
- 安全买卖法则
- 完全报告最有潜力行业
- 10倍大牛股，盈利股票池



ISBN 978-7-203-06995-9

9 787203 069959 >

定价：36.00元